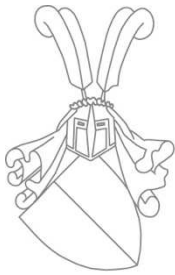


Marktbericht

Juni 2024



von Plettenberg, Conradt & Cie.
Family Office



*(US-)Rezession – jetzt doch? – verblasste
Zinshoffnungen – KI bleibt Börsenmotor – Wahlen*

EREIGNISSE im 1. Halbjahr 2024

Das 1. Halbjahr 2024 ist an den Kapitalmärkten deutlich positiver verlaufen, als dies viele Jahresausblicke und typische saisonale Muster erwarten ließen. Die US-Börsen setzten ihre Rallye ohne nennenswerte Rückschläge fort und erzielten reihenweise neue Allzeithochs bis Ende Juni. Der Rekordlauf wurde erneut vom KI-Boom getrieben und maßgeblich von einem Teil der Magnificent Seven getragen – wobei der Chiphersteller Nvidia mit einer Performance YTD von über + 150 % unangefochten an der Spitze stand und zwischenzeitlich sogar für kurze Zeit zum wertvollsten Unternehmen auf der Welt avancierte. Selbst der als Permapär geltende Aktienstrategie Mike Wilson von Morgan Stanley kapitulierte Ende Mai als einer der letzten verbliebenen Pessimisten und wechselte überraschend ins Bullenlager. Anfang Juli wurde dann bekannt, dass Marko Kolanovic, Research-Co-Head von JPMorgan, seinen Hut nimmt. Kolanovic zählte ebenfalls zu den „last bears standing“. Er hatte seit Anfang 2023 JPMorgan-Kunden geraten, US-Aktien unterzugewichten. Einige Kommentatoren sehen hierin bereits ein böses Omen und ziehen Parallelen zur New Economy-Hausse der Jahrtausendwende. Damals erreichte der Markt im März 2000 seinen Höhepunkt, nachdem nahezu alle „Bären“ kapituliert hatten.

Die europäischen Aktienmärkte lagen lange Zeit sogar vor den US-Leitindizes, bevor sich ab Mitte Mai eine erste Schwäche abzeichnete und beide Regionen dann Anfang Juni gleichauf lagen. Im Juni ging mit dem Ausgang der Europawahlen, der Verkündung von Neuwahlen in Frankreich und einem drohenden Zollkonflikt mit China wieder die seit Jahren bekannte Performance-Schere zwischen den europäischen Börsen und dem US-Markt auf. So hat der EuroStoxx 50 noch immer nicht wieder sein Allzeithoch aus dem Jahr 2000 erreicht und auch der Kurs-DAX notiert lediglich rund 15 % höher als zur Jahrtausendwende.

Mit der Performance der US-Märkte konnte wieder nur der japanische Markt mithalten. Der Nikkei schaffte es endlich nach rund 35 Jahren seinen alten Höchststand aus dem Dezember 1989 zu überwinden. Hingegen verlief die Entwicklung in den Schwellenländern erneut divergent, sodass für das 1. Halbjahr nur ein unterdurchschnittlicher Zugewinn auf dem Papier steht. Während die Börsen der zunächst stark performenden lateinamerikanischen Länder zuletzt aufgrund eines Linksrucks in der Politik vieler Länder (z. B. Mexiko und Brasilien) schwächelten, scheinen neue Maßnahmen der chinesischen Politik und Zentralbank (endlich) Chinas Immobilienkrise zu adressieren.

Die positive Börsenperformance ist allerdings umso überraschender, wenn man das geldpolitische, ökonomische und politische Umfeld mit in Betracht zieht. Geldpolitisch waren die ersten sechs Monate im Prinzip eine große Enttäuschung. Die Inflation war in der westlichen Welt zwar rückläufig, aber bei weitem nicht so stark wie erhofft. Gleichzeitig lieferten die USA gestützt von einem weiteren starken Fiskalimpuls unverändert solide Wirtschaftszahlen bei tiefer Arbeitslosigkeit und auch in der Eurozone bahnte sich ein wenn auch eher blutleerer wirtschaftlicher Aufschwung seinen Weg. Die Eurozone leidet nicht zuletzt am wirtschaftlichen Ausfall der größten Wirtschaftsnation Deutschland. Stetig sich verschlechternde Standortbedingungen, mangelnde politische Führung mit einer wahrgenommenen fehlenden wirtschaftspolitischen Kompetenz und offensichtlicher Ignoranz für die Nöte der Wirtschaft bei gleichzeitig immer rauerer Bedingungen für die wichtige Exportwirtschaft bilden einen unheilvollen Cocktail und lassen wenig optimistisch in die Zukunft blicken.

Losgelöst vom Sonderfall Deutschland ließ sich aus diesem eigentlich recht ordentlichen makroökonomischen Bild lange keine zwingende Notwendigkeit für schnelle und spürbare Zinssenkungen in der westlichen Welt ableiten. Kein Wunder, dass die im 4. Quartal 2023 treibenden Zinshoffnungen – Experten erwarteten in den USA bis zu sechs oder mehr Zinssenkungen in diesem Jahr – mittlerweile auf lediglich noch eine Zinssenkung zusammengeschrumpft sind und in der Folge mit Anleihen im 1. Halbjahr 2024 kaum etwas zu gewinnen war. Einige kleinere Notenbanken sowie die EZB haben mittlerweile zwar erste Zinssenkungen vorgenommen, sodass eine globale Zinswende langsam Gestalt annimmt. Allerdings scheint sich diese eher in Zeitlupengeschwindigkeit zu vollziehen, sodass faktisch vielmehr das Motto „Higher for Longer“ gilt.

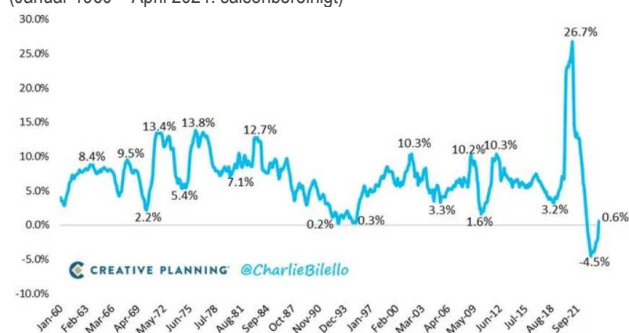
Überraschenderweise legten aber nicht nur die Aktienkurse trotz wieder steigender Anleiherenditen weiter zu, sondern auch Gold brach nach rund 12 Jahren im März auf neue Rekordnotierungen aus und zog den Silberpreis in seinem Windschatten mit sich. Während bei Aktien der KI-Boom und gute Unternehmenszahlen den zinspolitischen Gegenwind überlagerten, waren es bei den Edelmetallen die anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie die zunehmende Verschuldung der Welt. Rohstoffe allgemein nahmen im März ihren Aufwärtstrend wieder auf. Die Sorge vor Knappheit bei einigen Gütern sowie die Stabilisierung der Weltkonjunktur waren treibende Faktoren.

Ein Ausrufezeichen konnten auch die Kryptowährungen setzen, die ihren Aufwärtstrend des Vorjahres fortsetzten. Der Bitcoin erreichte erstmals in seiner jungen Geschichte bereits vor einem Halving – dieses erfolgte am 20. April

2024 – ein neues Rekordhoch. Von Bedeutung war hier vor allem, dass seit Mitte Januar nun auch in den USA Bitcoin-ETFs zugelassen sind. Damit finden Kryptowährungen nach und nach ihren Weg als „neue“ Anlageklasse in die Portfolios institutioneller Investoren und weiterer Privatanleger. Der führende Bitcoin-ETF in den USA von Black-Rock gilt bereits jetzt als der bislang am schnellsten wachsende ETF und überschritt bereits nach wenigen Monaten die Marke von 20 Milliarden US-Dollar. Ende Mai folgte dann vom Zeitpunkt eher unerwartet die Mitteilung der US-Börsenaufsicht SEC, dass grundsätzlich auch der Weg für ETFs auf die zweitgrößte Kryptowährung Ethereum frei sei.

USA: Geldmenge M2 – 1-Jahresveränderung in %

(Januar 1960 – April 2024: saisonbereinigt)



Quelle: Daily Chartbook DC Lite #129, 29. Mai 2024 / @charliebillelo

Ein Erklärungsversuch für die grundsätzlich positive Performance von „Risk On“-Assets in den letzten Monaten ist auch, dass die Geldmenge M2 in den USA im letzten Jahr wieder leicht um + 0,6 % gestiegen ist. Immerhin die erste Zunahme seit November 2022. Diese Entwicklung lässt zumindest den Rückschluss zu, dass die Geldpolitik der US-Notenbank zuletzt bei weitem nicht so restriktiv war, wie sie glauben machen wollte. Man darf nicht vergessen, dass sie trotz Anleiheverkäufen und steigenden Zinsen bis Juli 2023 dem Geldsystem in Folge der Krise bei US-Regionalbanken im März 2023 massiv Liquidität zugeführt hat.

Auf der Währungsseite war es hingegen in den letzten Monaten sehr ruhig. Der US-Dollar wertete zwar leicht gegenüber dem Euro und anderen Währungen auf, aber die Schwankungsbreite war so niedrig wie selten in den vergangenen 50 Jahren. Einzig der japanische Yen machte unter den großen Weltwährungen eine Ausnahme. Sowohl gegenüber dem US-Dollar und dem Euro verlor er über – 10 % und notiert nun zum US-Dollar so schwach wie seit rund 38 Jahren nicht mehr. Maßgeblich war, dass sich die japanische Notenbank noch immer nicht glaubhaft von ihrer jahrzehntelang andauernden Nullzinspolitik losgesprochen hat, auch wenn zuletzt die Rendite für 10-jährige

japanische Staatsanleihen erstmals seit über einer Dekade wieder über die Marke von 1 % gestiegen ist.

Geopolitisch bestehen die großen Krisenherde fort. Weder im Ukraine-Krieg noch im Konflikt um Taiwan ist eine (friedliche) Lösung absehbar. Die Finanzmärkte scheinen sich aktuell mit dem Status Quo arrangiert zu haben. Gleichfalls wird die sich nach dem ersten TV-Duell zwischen dem amtierenden US-Präsidenten Joe Biden und dem ehemaligen Amtsinhaber Donald Trump immer stärker abzeichnende Wiederwahl Trumps zumindest von den US-Märkten überwiegend freundlich aufgenommen, was sich auch darin zeigt, dass er zuletzt in Finanz- und Wirtschaftskreisen zahlreiche weitere Unterstützer finden konnte. Trumps für Europa und China vermutlich belastende Wirtschaftspolitik war zumindest im 1. Halbjahr 2024 noch zu weit von den Märkten entfernt, um für einen negativen Einfluss zu sorgen. Wie andere ungelöste Probleme könnte dies in den kommenden Monaten aber ein Faktor sein, um die aktuell sehr niedrige Volatilität an den Märkten wieder in die Höhe schnellen zu lassen.

Zusammenfassend kann man durchaus sagen, dass das 1. Halbjahr 2024 an den Märkten zwei Gesichter hatte. Am besten war man „long“ in großen US-Werten, Halbleiteraktien, kurzlaufenden US-Staatsanleihen und im US-Dollar positioniert. Hingegen sollte man (teils) eher „short“ oder nicht in kleinen US-Aktien, internationalen Aktien, US-Regionalbanken und dem japanischen Yen investiert gewesen sein.

Aus dem Blickwinkel eines US-Anlegers

A Tale of Two Markets (2024 Total Returns as of 6/30/24)		
US Large Caps (\$SPY)	US Small Caps (\$IJR)	Spread
15.2%	-0.8%	16.0%
US Growth (\$IWF)	US Value (\$IWD)	Spread
20.5%	6.6%	14.1%
US (\$SPY)	International (\$ACWX)	Spread
15.2%	5.6%	9.6%
Semis (\$SMH)	Regional Banks (\$KRE)	Spread
49.1%	-4.8%	53.9%
Short Duration (\$BIL)	Long Duration (\$ZROZ)	Spread
2.6%	-11.1%	13.7%
US Dollar (\$UUP)	Japanese Yen (\$FXJ)	Spread
7.5%	-12.8%	20.1%

Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 2. Juli 2024 / @charliebillelo

Blicken wir im Folgenden näher auf die einzelnen Assetklassen und beginnen wie immer mit den **Aktienmärkten**:

Das Bild der Aktienmärkte im 1. Halbjahr 2024 gleicht jenem aus dem Vorjahr. Obwohl vordergründig die großen Indizes wieder deutliche Pluszahlen aufweisen, zeigt eine etwas tiefere Analyse bereits, dass die „Gewinne“ ungleich verteilt sind. Sowohl in den USA als auch in Europa scheinen vor allem die großen Aktiengesellschaften ihren Aufwärtstrend fortzusetzen, während kleine und mittlere Firmen stärker unter dem verschärften Finanzierungsumfeld leiden und noch immer versuchen, wieder Tritt zu fassen. Eindrucksvoll zeigt sich dies bereits bei den deutschen Aktienindizes. Der DAX liegt per 30. Juni mit rund + 8,9 % vorne, wobei die Entwicklung relativ schwankungsarm verlief. Der maximale Kursrückgang seit Jahresbeginn betrug – 4,6 % und bereits seit etwa einem Jahr hat der DAX keinen Tagesverlust mehr von mehr als – 2 % hinnehmen müssen. Seit Bestehen des DAX gab es nur einmal eine längere Phase ohne 2-%igen Tagesverlust. Demgegenüber steht beim MDAX ein Verlust von – 7,2 % auf Sechsmontatssicht und der TecDAX weist eine „rote“ Null auf. Während der DAX nur wenige Prozentpunkte unter seinem Allzeithoch notiert, liegt der MDAX rund – 30 % unter seinem Höchststand aus dem Jahr 2021.

Die Performance des EuroStoxx 50 fällt mit + 8,2 % vergleichbar zum DAX aus. Auffällig sind aber regionale Unterschiede. Während der französische Aktienmarkt u. a. aufgrund des Schocks der Europawahlen und Neuwahlen des französischen Parlaments im Juni nahezu seine gesamten Jahresgewinne wieder abgegeben hat, kommt der italienische Aktienmarkt auf einen Zuwachs von etwa + 13,5 %.

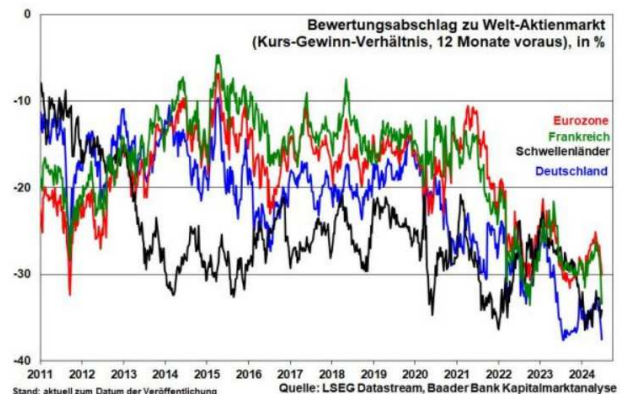
Französische Assets leiden unter der politischen Verunsicherung



Quelle: Bloomberg, Bantleon Financial Market Monitor, 1. Juli 2024

Insgesamt zeigt sich aber durch die deutlich schlechtere Entwicklung europäischer Aktien (sowie von Titeln aus den Schwellenländern) gegenüber US-Werten, dass diese im

Vergleich zum Weltaktienindex (MSCI World) anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) mittlerweile nahe ihrer historischen Bewertungsabschläge notieren. Dies spricht zumindest grundsätzlich für Nachholpotenzial bei europäischen Werten, wenn sich die aktuellen politischen Stürme gelegt und der wirtschaftliche Aufschwung verstetigt haben sollten.



Quelle: Baader Bank Kapitalmarktanalyse, Robert Halver, 27. Juni 2024

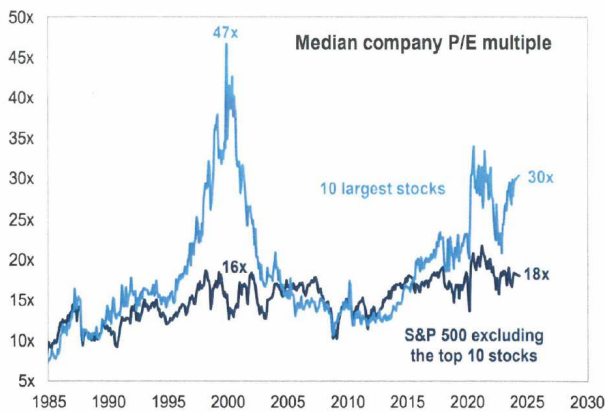
Jenseits des Atlantiks zeigt sich eine vergleichbare Zerissenheit der Aktienindizes. Während der S&P 500 mit einem Zuwachs von knapp + 14,5 % und der NASDAQ Composite mit + 18 % zuletzt von Rekord zu Rekord geeilt sind – der S&P 500 feierte 2024 bereits mehr als 30 neue Allzeithochs –, legte der Dow Jones nur knapp + 4 % zu. Der breite Russell 2000 (kleine und mittlere Titel) beendete das 1. Halbjahr mit einem Zuwachs von weniger als + 2 % und der S&P 600 Small Cap sogar mit einem Verlust von – 1 %. Vermutlich hätte auch beim Russell 2000 ein Minus gestanden, wenn nicht noch der KI-Profitier bzw. das Indexschwergewicht (> 1 %) Super Micro Computer (YTD fast + 200 %; etwa Verzehnfachung in den letzten 24 Monaten) im Index vertreten gewesen wäre. Am 28. Juni 2024 wurde Super Micro Computer allerdings im Rahmen des regulären Rebalancings des Index aus diesem entfernt, da die Marktkapitalisierung für den Small Cap Index mit 48 Milliarden US-Dollar (!) zu groß geworden war.



Quelle: Hedgeye

Auffällig ist dabei, dass die zehn größten Titel des S&P 500 in diesem Jahr für etwa drei Viertel des Indexzugewinns von rund + 14,5 % stehen. Der größte Anteil mit fast + 5 % entfällt allein auf Nvidia. Danach folgen Microsoft mit rund + 1,25 % und Alphabet mit etwa + 1 %. Auf die übrigen 490 Titel des Index entfällt hingegen lediglich ein Performanceanteil von rund + 3,5 %. Kein Wunder, dass dementsprechend die Bewertungslücke zwischen den 10 größten Titeln des S&P 500 und den übrigen 490 Werten in den letzten Monaten weiter gewachsen ist.

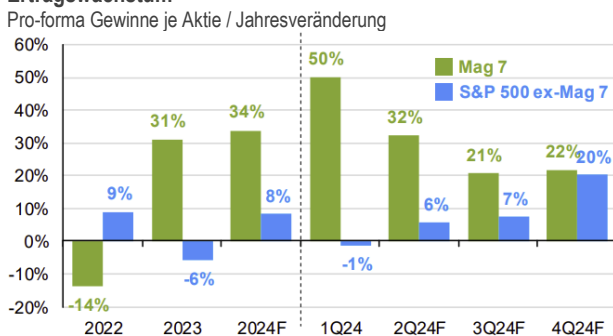
US-Aktienbewertung



Past Performance is no indicator for future performance.
Quelle: Finanzwoche Nr. 13 vom 27. Juni 2024

Damit erscheinen die zehn größten (Wachstums-)Titel historisch bereits hoch bewertet zu sein. Kurzfristig ist eine weitere Bewertungsausdehnung denkbar, aber mittel- bis langfristig dürfte dieses hohe Bewertungsniveau nicht nachhaltig sein. Die übrigen 490 Aktien des S&P 500 sind mit dem 18-fachen Gewinn auch teurer als im langfristigen Durchschnitt von etwa 14. Daraus könnte ein gewisses Korrekturpotenzial abgeleitet werden, es ist allerdings wesentlich weniger dramatisch als bei den Top 10-Werten.

Ertragswachstum



Quelle: Sandbox, stock3.com / Valentin Scheibert: Market Insights – Das Warten auf einen Rücksetzer, 24. Juni 2024

Ein wesentlicher Punkt für die überdurchschnittliche Rendite der wenigen großen Technologiewerte seit Anfang 2023 liegt in der Gewinnentwicklung der Werte. Während

die Magnificent Seven aufgrund des KI-Booms ein extrem hohes Gewinnwachstum verzeichneten, war die Entwicklung der Gewinne bei den übrigen Titeln sehr schwankend. Gemäß Prognosen soll es sich im 4. Quartal 2024 erstmals wieder angleichen.

Dies sollte dazu beitragen, dass perspektivisch die Marktbreite wieder besser wird und viele der zuletzt zurückgebliebenen Aktien Boden gutmachen können. Hierfür sprechen auch weitere Statistiken. Per Halbjahresende liegt der gleichgewichtete S&P 500 bereits (wieder) über 10 Prozentpunkte hinter dem marktkapitalisierungsgewichteten S&P 500. Zwei aufeinanderfolgende Jahre mit zweistelliger prozentualer Unterperformance hat es bisher noch nie gegeben.

Während der gleichgewichtete S&P 500 seinen marktkapitalisierungsgewichteten Bruder langfristig deutlich überflügelt, gab es in der Vergangenheit nur selten Phasen, in welchen die marktkapitalisierungsgewichtete Variante so lange und so deutlich die Nase vorn hatte. Der gleichgewichtete S&P 500 ist relativ betrachtet zum marktkapitalisierungsgewichteten Index nun auf dem niedrigsten Stand seit der Finanzmarktkrise 2008. Seit Januar 2023 konnte der S&P 500 über + 40 % zulegen, während die gleichgewichtete Indexvariante lediglich auf rund + 15 % kam. Der Russell 2000 weist für diesen Zeitraum sogar nur ein geringfügiges Plus auf.

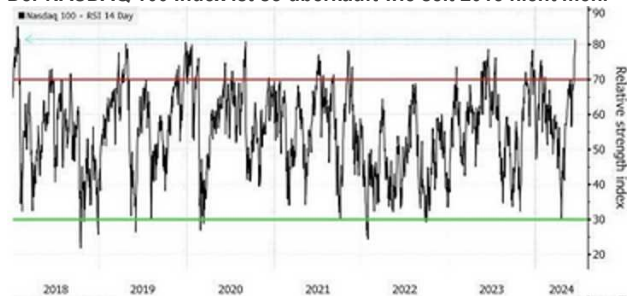
S&P 500 gleichgewichtet / S&P 500 marktkapitalisierungsgewichtet



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 21. Juni 2024, The Kobeissi Letter

Gleichzeitig sind nun die Technologie-Schwergewichte (Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, ...) so stark überkauft wie seit mehr als sechs Jahren nicht mehr.

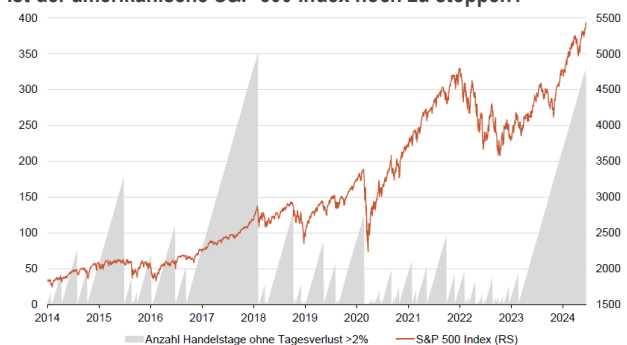
Der NASDAQ 100 Index ist so überkauft wie seit 2018 nicht mehr



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 24. Juni 2024, Bloomberg

Des Weiteren hat der S&P 500 vergleichbar zum DAX-Index unbeeindruckt von sämtlichen Risiken und angetrieben von den großen Technologiewerten nun seit mehr als 300 Handelstagen keinen Tagesverlust mehr größer als 2 % erlitten. In Verbindung mit aktuell sehr hohen Erwartungen an die kommende Berichtssaison sowie einer hohen Anlegerpositionierung steigen damit die Risiken für eine zumindest temporäre Korrektur.

Ist der amerikanische S&P 500 Index noch zu stoppen?



Quelle: Berenberg Märkte – Monitor, 17. Juni 2024; Bloomberg; Zeitraum: 01.01.2024 – 14.06.2024

Der japanische Aktienmarkt (Nikkei 225) legte mit etwa + 18,3 % noch etwas stärker als der NASDAQ Composite zu. Getrübt wird die Performance für einen Euro-Investor durch die Tatsache, dass der japanische Yen in dieser Zeit rund – 11 % gegenüber dem Euro eingebüßt hat. Seit der Index Ende März kurzzeitig sogar bis auf knapp 41.000 Punkte gestiegen war, hat der Markt im 2. Quartal vergleichbar zum DAX und EuroStoxx eine Seitwärtskonsolidierung durchlaufen. Robert Halver von der Baader Bank würde eine Stabilisierung des japanischen Yen für den Aktienmarkt begrüßen. Nach seiner Beurteilung würde ein festerer Yen zwar den exportorientierten Firmen den währungsseitigen Rückenwind nehmen, aber die Yen-Schwäche würde andererseits bei zwei Dritteln der Unternehmen die Margen belasten, die die Importkostensteigerungen nicht an ihre Kunden weitergeben könnten. Zudem müssten dann Auslandsinvestoren weniger Sorgen vor Währungsverlusten haben.



Quelle: Baader Bank Kapitalmarktanalyse, Robert Halver, 27. Juni 2024; MSCI, LSEG Datastream

Die Schwellenländer haben im bisherigen Jahresverlauf in Summe erneut eine Unterperformance erzielt. Seit Jahresbeginn gewann der MSCI Emerging Markets lediglich + 6 %, während der MSCI World um fast + 11 % zulegen konnte. Maßgeblich war hierfür eine divergente Entwicklung zwischen lateinamerikanischen und asiatischen Schwellenländern. Der Linksruck der lateinamerikanischen Politik traf auch den bisherigen Anlegerliebling Mexiko. Zudem scheint der brasilianische Präsident Lula mit der Ausweitung schuldenfinanzierter Sozial- zulasten von Investitionsprogrammen in alte sozialistische Verhaltensmuster zurückzufallen. Dies schürt die Zweifel der Anleger an den Wachstumsperspektiven des rohstoffreichen Landes sowie der Unabhängigkeit der brasilianischen Notenbank. Hingegen konnten die asiatischen Aktienmärkte zuletzt überzeugen. Große und konsumstarke Binnenmärkte in Indien und Indonesien sowie eine stetig wachsende Bedeutung asiatischer Unternehmen in Zukunftsbranchen wie Internet, E-Mobilität und Digitalisierung wirken attraktiv, nachdem auch die Zuversicht für den wichtigen chinesischen Markt zuletzt wieder gewachsen ist.

Die charttechnische Lage für die Aktienmärkte werten wir aktuell als konstruktiv. Die meisten Indizes befinden sich gegenwärtig in intakten Aufwärtsbewegungen. Störend ist allerdings die überkaufte Situation bei einer Reihe technischer Indikatoren sowie das „Störgefühl“, dass der Dow Jones Transportation Index als typischer Vorlaufindikator die jüngste Aufwärtsbewegung des S&P 500 nicht mehr nachvollzogen hat.

Hinsichtlich der Saisonalität verspricht das 3. Quartal in der Regel keine gute Performance. Allerdings stellt der US-Präsidentschaftszyklus in Wahljahren eine positive Ausnahme dar. Dies wird auch durch den „Dekadenzyklus“ für „4er“ Jahre unterstützt. Bezugsgröße ist jeweils der Dow Jones Index. Das Research der Bank of America kommt in einer Berechnung anhand des S&P 500 zu dem Ergebnis, dass dieser in Präsidentschaftswahljahren von Juli bis Ende September in 62,5 % der Fälle um durchschnittlich

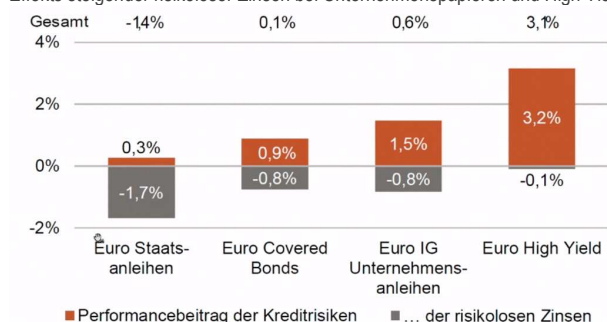
rund 5,2 % gestiegen ist. Damit liefert das 3. Quartal in US-Präsidentschaftswahljahren das mit deutlichem Abstand beste Ergebnis. Die Frage ist jetzt nur, wie viel möglicherweise die ersten sechs Monate des Jahres hiervon bereits vorweggenommen haben. Normalerweise sollen die US-Indizes in dieser Zeit „flach“ verlaufen, haben in diesem Jahr aber bereits deutlich zugelegt..

Rentennmärkte: Nach dem spektakulären Schlussquartal 2023 enttäuschten Anleihen im 1. Halbjahr 2024 überwiegend. Maßgeblich war hierfür, dass die zuvor aufgekommene Zinssenkungshoffnungen wieder fast vollständig ausgepreist wurden, da die Inflation geringer als erwartet zurückging und die wirtschaftliche Entwicklung stabiler als erwartet verlief.

Die Rendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen stieg von 2,02 % zu Jahresbeginn auf 2,49 % per Jahresmitte. Damit notierten die Staatspapiere nahezu wieder auf dem Niveau vom Jahresbeginn 2023. Ähnlich verlief die Entwicklung bei US-amerikanischen Staatsanleihen. Auch hier erhöhte sich die Rendite für 10-jährige Titel im Jahr 2024 von 3,91 % auf 4,39 %. Im Verlauf der ersten sechs Monate lagen die Renditen in der Spitze sogar bereits noch etwas höher, blieben aber unterhalb ihrer temporären Höchststände von Oktober 2023, was zunächst auf eine Konsolidierung der Renditen schließen lässt. Insgesamt führte der Renditeanstieg dazu, dass Investoren mit deutschen, europäischen als auch US-amerikanischen Staatsanleihen etwa – 1 % bis – 2 % seit Jahresbeginn verloren.

Entwicklung von Anleihen seit Jahresbeginn: Je riskanter, desto besser

Der Risikoprämienbeitrag sorgte für eine (Über-)Kompensation des negativen Effekts steigender risikoloser Zinsen bei Unternehmenspapieren und High Yields



Quelle: Berenberg – Webinar 26. Juni 2024; ICE; Berechnungen Berenberg, Zeitraum: 01.01.2024 – 21.06.2024
 High Yields = Hochzinsanleihen, IG = Investment Grade, Euro Staatsanleihen: ICE BofA Euro Government Index, Euro Covered Bonds: ICE BofA Euro Jumbo Covered Bonds Index, Euro IG Unternehmensanleihen: ICE BofA Euro Corporate Index, Euro High Yield: ICE BofA Euro High Yield Index

Sofern die Staaten ihre expansive Haushaltspolitik in Verbindung mit einer stark steigenden Neuverschuldung nicht in den Griff bekommen, dürfte die Gefahr einer Disziplinierung durch die Märkte wieder deutlich zugenommen haben. In den 90er Jahren war der Begriff der „Bond

Vigilantes“ (Anleihenwächter) prominent. Diese haben seinerzeit durch den Verkauf von Anleihen die Kurse gedrückt und damit die Renditen in die Höhe getrieben. Während die Anleihenwächter ausgerechnet mit der Finanz- und Schuldenkrise, als die Notenbanken mit enormen Anleihekäufen agierten, verschwanden, scheinen sie nun zurückgekehrt zu sein. Einen Vorgeschmack lieferten sie bereits 2022 als die damalige britische Premierministerin Liz Truss Steuersenkungen ohne Gegenfinanzierung ankündigte und in der Folge durch einen Renditesprung eine ausgewachsene Finanzkrise drohte. Das jüngste Beispiel für die Rückkehr der „Anleihen-Bürgerwehr“ sind die Parlamentsneuwahlen in Frankreich. Kaum hatte Präsident Macron diese überraschend angekündigt, schossen die Risikoaufschläge für französische Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit 2017.

Steigende Risikoaufschläge nach der EU-Wahl

Frankreich – Deutschland: Renditedifferenz bei 10-jährigen Staatspapieren in Basispunkten



Quelle: antea Conclusio vom 14. Juni 2024, Bloomberg

Eine gewisse disziplinierende Kraft, um Schuldenexzesse zu verhindern, lässt sich der „Anleihen-Bürgerwehr“ nicht absprechen. Nach dem deutlichen Anstieg des Risikoaufschlags für französische Staatsanleihen äußerten sich führende Politiker der rechts- bzw. linksextremen Parteien hinsichtlich ihrer teuren Wahlversprechen bereits zurückhaltender. Es wird allgemein erwartet, dass bei einem Wahlsieg des rechtsextremen RN Marie Le Pen eine „vorsichtiger“ Gangart an den Tag legen wird, um ihre angestrebte Präsidentschaftskandidatur 2027 keinesfalls durch eine zwischenzeitlich ausgelöste Finanzkrise zu gefährden.

Ein Blick auf die zuletzt stark gestiegene französische Staatsverschuldung zeigt, dass eigentlich eine höhere Haushaltsdisziplin das Gebot der Stunde wäre. Interessanterweise zählt Frankreich zu den Ländern gegen welche die EU-Kommission Ende Juni wegen exzessiver Neuverschuldung ein Defizitverfahren eingeleitet hat. Zwar ist kaum zu erwarten, dass die EU-Kommission Ländern wie Italien und Frankreich – im Gegensatz zu Griechenland 2012 und in den Folgejahren – mit schmerzhaften Ein-

schnitten Disziplin abverlangt, aber ein kleines Detail könnte doch Druck ausüben. Es scheint nämlich so, dass die EZB kein (Anleihe-)Hilfsprogramm für Länder aktivieren kann, die sich in einem Defizitverfahren befinden. Das könnte die „Anleihenwächter“ noch einmal beflügeln, Druck auf französische Papiere auszuüben, falls die neue Regierung zu spendabel auftritt.

Frankreichs Schuldenquote im Aufwärtstrend



Quelle: antea Conclusio vom 14. Juni 2024, Bloomberg, IWF

In den USA sieht das Bild vordergründig ähnlich aus. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen konsolidiert zwischen 3,25 % und 5 %. Perspektivisch stimmt allerdings sorgenvoll, dass das Congressional Budget Office aufgrund steigender Zinskosten und einer undisziplinierten US-Fiskalpolitik in den nächsten 30 Jahren einen Anstieg der Staatsverschuldung auf 160 % prognostiziert.

US-Staatsanleihen zeigen Stresssignale



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 27. Juni 2024, Barchart, Robin Brooks

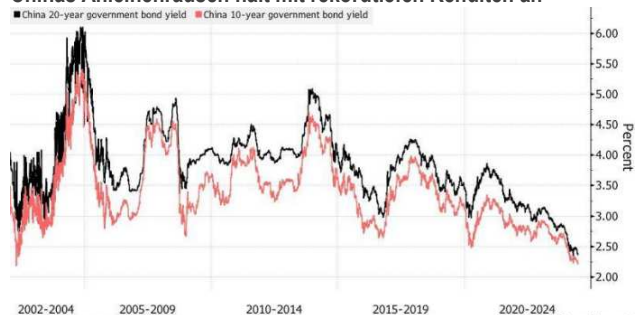
Aber bereits aktuell scheint der Markt für US-Staatsanleihen unter Stress zu stehen. Statistiken zeigen, dass

die Liquidität für US-Staatsanleihen gegenwärtig schlechter als zur Corona-Krise ist und bereits an die Werte der Finanzkrise heranreicht. Ursächlich hierfür ist, dass die Notenbank unverändert ihren Anleihebestand verringert (Quantitative Tightening) und der Staat sich wie in Krisenzeiten neu verschuldet. Die schlechte Liquidität stellt damit ein Risiko dar, dass es ungewollt zu kurzfristigen Renditesprüngen kommen kann, wenn Kauf- oder Verkaufsdruck aufkommt. Einen ersten Vorgeschmack erlebten wir bereits unmittelbar nach der TV-Debatte zwischen US-Präsident Joe Biden und seinem Herausforderer Donald Trump. Mit den stark gestiegenen Siegchancen für Trump, der für eine lockere Haushaltsdisziplin steht, sprangen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen um 0,2 Prozentpunkte in die Höhe.

Möglich, dass die US-Notenbank früher als geplant gezwungen ist, von ihrem Quantitative Tightening wieder zum Quantitative Easing zu wechseln, um die Stresssignale bei US-Staatsanleihen zu lindern. Eine volatile Marktphase wäre uns dann garantiert.

Hingegen zeigten 10-jährige chinesische Staatsanleihen (in Euro) im 1. Halbjahr 2024 eine relativ gute Performance mit rund + 4,1 %. Maßgeblich war hier, dass die Rendite der Papiere auf den niedrigsten Stand seit 22 Jahren fiel.

Chinas Anleihenrausch hält mit rekordtiefen Renditen an



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 2. Juli 2024, Bloomberg

Im Vergleich zu Staatsanleihen konnte mit Unternehmensanleihen (Investment Grade) im 1. Halbjahr eine leicht positive Rendite von bis zu etwa 0,5 % erzielt werden. Höher fiel der Zugewinn bei Hochzinsanleihen (High Yields) aus. Hier waren in Europa und den USA Renditen von bis zu 3 % erzielbar. Allerdings weist Berenberg mahndend darauf hin, dass die Renditeaufschläge von US-Hochzinsanleihen mittlerweile im 6. Perzentil über die letzten 10 Jahre notieren. Die Risikoprämie für diese Papiere gegenüber Staatsanleihen ist damit historisch niedrig. Sollten sich die konjunkturellen Perspektiven eintrüben, dürften Hochzinsanleihen für Kurskorrekturen in Folge einer Ausweitung der Renditeaufschläge besonders anfällig sein.

Ein Blick in die Charttechnik bei der 10-jährigen Rendite für deutsche Staatsanleihen zeigt, dass wir grob im Bereich zwischen 2 % und 3 % konsolidieren. Der Charttechniker Jörg Scherer (HSBC) hat jüngst in seinem Ausblick auf das 2. Halbjahr 2024 sogar darauf hingewiesen, dass aktuell der seit 1997 bestehende Abwärtstrend für die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen unter Druck steht zu brechen.

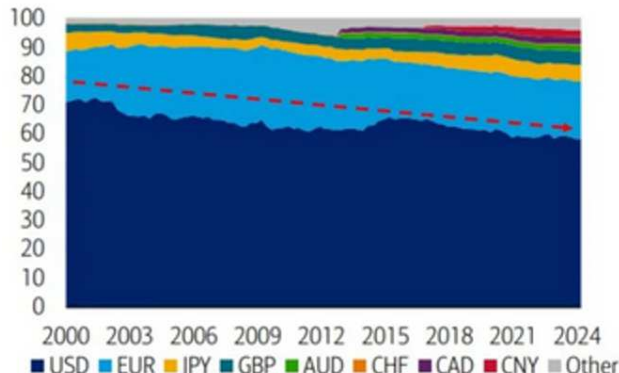
Der **US-Dollar** gewann in den ersten sechs Monaten 2024 rund 3 % gegenüber dem Euro und notiert nun wieder mit etwa 1,07 EUR/USD exakt auf dem Niveau, welches er zu Jahresbeginn 2023 hatte. Ein Grund für die zuletzt festere Entwicklung des US-Dollars dürfte in der Entwicklung der Zinsdifferenz liegen. Während die EZB im Juni bereits die Zinswende mit einer ersten Zinssenkung vollzogen hat, hält sich die US-Notenbank zum Zeitpunkt einer möglichen ersten Zinssenkung noch bedeckt. Bemerkenswert ist allerdings die äußerst geringe Schwankungsbreite im Wechselkurs EUR/USD seit mehr als 1,5 Jahren. Im bisherigen Jahresverlauf liegen zwischen Hoch und Tief im Wechselkurs lediglich 4 Cent, was nochmals eine Halbierung der bereits im Vorjahr historisch niedrigen Schwankungsbreite von 8 Cent darstellt.

Jörg Scherer, HSBC, erwartet, dass die aktuell extrem niedrige Volatilität der Vorbote für einen neuen Volatimpuls und Trend im 2. Halbjahr 2024 ist. „In Zeiten niedriger Volatilität werden neue Trends geboren.“ Fundamental spricht für einen Volatilitätsanstieg bei Verletzung der Bandbreiten auf der Unter- (1,05 EUR/USD) und Oberseite (1,12 EUR/USD), dass professionelle Marktteilnehmer / Firmen laut Scherer aktuell aufgrund der niedrigen Schwankungsbreite kaum Absicherungsbedarf sehen. Hier könnte also schnell eine trendverstärkende „Panik“ ausbrechen.

In jüngerer Zeit wird immer wieder darüber berichtet, dass der US-Dollar aufgrund der hohen Verschuldung der USA und dem Erstarren zahlreicher Schwellenländer seinen Status als Weltreservewährung verlieren könnte. Langfristig ist diese Entwicklung nicht auszuschließen, ein Blick in die aktuelle Entwicklung der Währungsreserven offenbart allerdings, dass diese Sorgen kurzfristig deutlich überzogen sein dürften. Zwar hat der Anteil des US-Dollars an den Weltwährungsreserven von etwa 71 % im Jahr 2000 auf zuletzt 58,4 % im 4. Quartal 2023 nachgegeben, aber der Abstand zu alternativen Währungen bleibt unverändert „gewaltig“. Auf Rang 2 steht der Euro mit einem Anteil von immerhin etwa 20 %. Zusammengefasst stehen also der US-Dollar und der Euro für nahezu 80 % der Weltwährungsreserven. Auf Platz 3 folgt der japanische Yen vor

dem britischen Pfund. Der chinesische Yuan liegt gegenwärtig mit einem Anteil von 2,3 % erst auf einem noch abgeschlagenen fünften Platz.

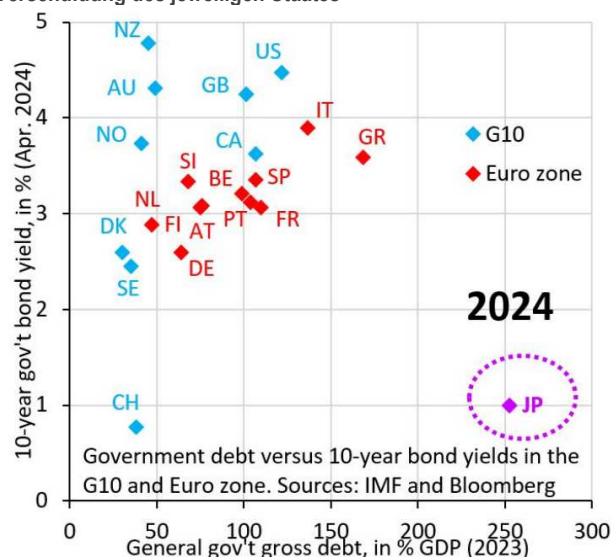
Der Status des US-Dollars als Weltreservewährung bleibt im Abwärtstrend



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 14. Juni 2024, BofA Global Research, Bloomberg, The Kobeissi Letter

Im Kontrast zur schwankungsarmen Entwicklung des Währungspaares EUR/USD im Jahr 2024 steht die Entwicklung des japanischen Yens – sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar. Per 30. Juni 2024 hat der japanische Yen, nachdem er bereits 2023 mehr als 10 % gegenüber dem Euro und knapp 8 % gegenüber dem US-Dollar verloren hatte, weitere knapp 11 % gegenüber dem Euro und etwa 14 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Die japanische Währung notiert damit so niedrig wie seit 38 Jahren nicht mehr. Seit dem Höchststand gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2011 hat die japanische Währung um über 50 % abgewertet.

Relation Rendite 10-jähriger Staatspapiere zur jeweiligen Verschuldung des jeweiligen Staates

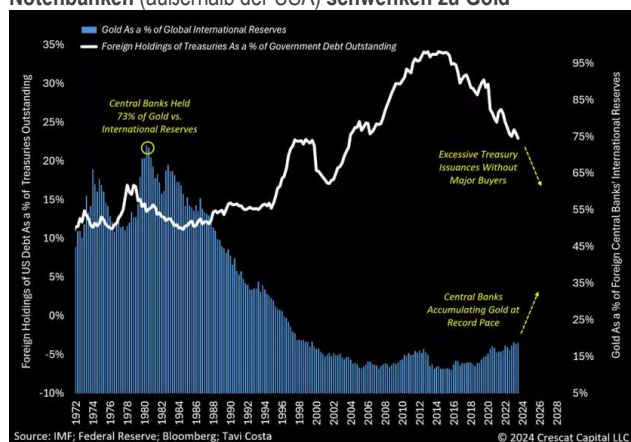


Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 26. Mai 2024

Die vorstehende Grafik versucht, dies zu erklären. Aufgrund der extrem hohen Verschuldung des japanischen Staates deckelt die japanische Notenbank bereits seit längerer Zeit die Renditen von Staatspapieren, um eine Schuldenkrise zu vermeiden. Diese Geldpolitik scheint nun der japanischen Notenbank in Form einer großen Abwertung des japanischen Yens auf die Füße zu fallen. Die Entwicklung ist zugleich eine Warnung an andere Staaten, ihre Staatsverschuldung in Grenzen zu halten.

Edelmetalle hatten ein starkes 1. Halbjahr 2024. Der **Goldpreis** lag Ende Juni mit 2.326 US-Dollar knapp + 13 % höher als zum Jahresende 2023 und ist damit nachhaltig über das alte Allzeithoch ausgebrochen. Zwischenzeitlich erreichte der Goldpreis Notierungen in der Spitze von rund 2.450 US-Dollar. Der jüngste Rücksetzer wurde begleitet von der Meldung, dass die chinesische Notenbank nach veröffentlichten Daten im Mai erstmals seit 18 Monaten kein Gold für ihre Reserven erworben hat. Es dürfte sich hierbei aber lediglich um eine Pausierung und keine Trendumkehr handeln. Im Gegenteil: Der globale Trend, dass Notenbanken wieder verstärkt in Gold investieren, um ihre Reserven zu diversifizieren, dürfte noch am Anfang stehen. Während Anfang der 1980er Jahre Notenbanken 73 % ihrer Bilanzaktiva in Gold angelegt hatten, beträgt die Allokation heute weniger als 20 %. Im bisherigen Jahresverlauf waren die türkische, die chinesische und die indische Notenbank die stärksten Käufer von Gold. Gleichzeitig sinkt der Anteil von US-Staatsanleihen, die sich in ausländischen Händen befinden.

Notenbanken (außerhalb der USA) schwenken zu Gold



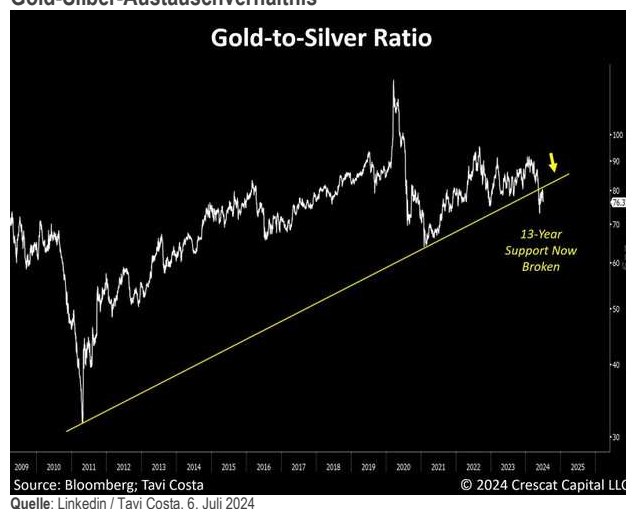
Die aktuelle Konsolidierung scheint möglicherweise bereits beendet, wenn der Goldpreis nun über 2.400 US-Dollar steigt. Dann würde sich perspektivisch über mehrere Zwischenschritte ein Kursziel bis in den Bereich von 2.800 US-Dollar eröffnen. Auf der Unterseite sollte der Goldpreis hingegen nicht mehr unter 2.250 US-Dollar fallen. Dies

könnte dann eine längere Verschnaufpause zur Folge haben.

Der **Silberpreis** legte seit Jahresanfang 2024 sogar um über + 22 % auf 29,10 US-Dollar zu. Damit gelang es dem Edelmetall nicht nur, den hartnäckigen Widerstand bei 26 US-Dollar zu überwinden, zwischenzeitlich konnte sogar auch erstmals seit 2011 die Marke von 30 US-Dollar überschritten werden. In der Spitze stieg die Silbernotierung sogar bis auf 32,50 US-Dollar, bevor eine Konsolidierung einsetzte. Aus dieser ist Silber jüngst mit einem deutlichen Anstieg über 30,50 US-Dollar erfolgreich ausgebrochen. Perspektivisch eröffnet sich dem Silberpreis, der gegenüber Gold über eine Menge Nachholpotenzial verfügt, zunächst ein Kursziel bis 36 US-Dollar. Auf der Unterseite sollte der Silberpreis nicht mehr nachhaltig unter 29 US-Dollar fallen, um sein Aufwärtsmomentum nicht zu gefährden.

Interessant ist in diesem Kontext auch, dass nun im Gold-Silber-Verhältnis ein 13-jähriger Aufwärtstrend zugunsten von Gold nachhaltig gebrochen ist. Damit dürfte sich Silber auf Sicht der nächsten Jahre nach einer langen Phase der Unterperformance nun wieder besser als Gold entwickeln.

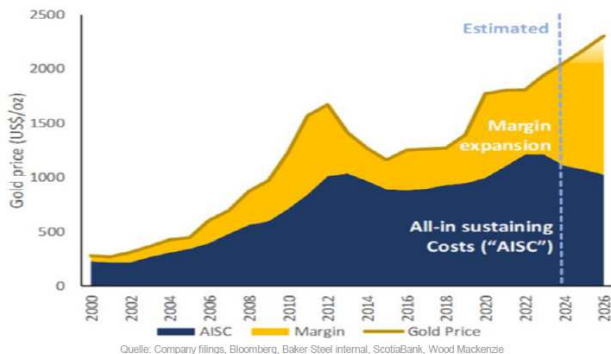
Gold-Silber-Austauschverhältnis



Unverändert besteht auch bei Gold- und Silberminen ein enormes Nachholpotenzial. Die Bewertungen liegen immer noch in der Nähe historisch niedriger Niveaus. Interessant ist, dass viele Aktien in der jüngsten Konsolidierungsphase der Edelmetalle nur unterproportionale Kursverluste hinnehmen mussten. Möglicherweise vollzieht sich hier unter Investoren aktuell ein Sinneswandel. Dr. Joachim Berlenbach, Geologe und Fondsmanager mehrerer Rohstofffonds, erwartet, dass möglicherweise die Präsentation der Zahlen für das 2. Quartal 2024 im Juli / August den Knoten bei Minenaktien platzen lassen könnte. Nach seiner

Einschätzung unterschätzen derzeit noch viele Analysten, wie groß der positive Effekt aus dem gestiegenen Gold- und Silberpreis auf Margen der Unternehmen ist.

Goldminen: Margenexpansion



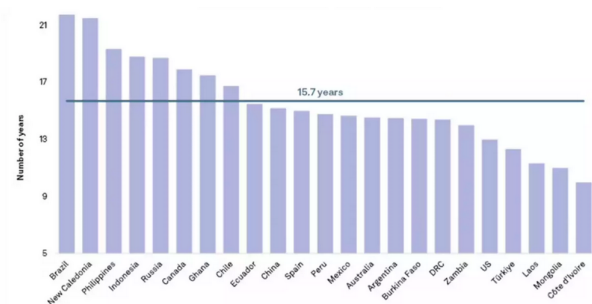
Quelle: Mack & Weise, Finanzmarkt-Update, Juni 2024

Rohstoffe: Gelingt dem CRB-Index bei aktuell rund 345 Punkten nun der letzte Schritt über den Widerstand bei 350 Punkten, würde sich perspektivisch weiteres Potenzial bis an das alte Allzeithoch aus dem Jahr 2008 bei rund 475 Punkten eröffnen. Auf der Unterseite darf der Index hingegen nicht mehr in die alte Konsolidierungsflagge bei rund 315 Punkten zurückfallen.

Fundamental können jederzeit Versorgungsengpässe bei Rohstoffen den Ausschlag für einen stärkeren Preisanstieg geben. Da es von der Planung bis zur Produktionsaufnahme einer Mine mindestens zehn bis fünfzehn Jahre dauert, ist eine auftretende Materialknappheit kaum kurzfristig zu beseitigen.

Erforderliche Zeit, eine Mine zu bauen

Zeitspanne von der Entdeckung der Ressource bis zum Produktionsbeginn



As of Apr. 4, 2023.
DRC = Democratic Republic of the Congo.
Includes countries with at least two mines.
Source: S&P Global Market Intelligence.
©2023 S&P Global.

Source: S&P Global

Quelle: Crescat Capital, 30. Juni 2024; S&P Global

Der **Ölpreis** (Brent) schwankt seit über 1,5 Jahren in einer weiten Bandbreite zwischen rund 70 und 95 US-Dollar. Mit aktuell (7. Juli 2024) etwa 87,5 US-Dollar notiert der Ölpreis in der oberen Hälfte dieser Bandbreite. Ein klarer neuer Trend dürfte sich aus heutiger Sicht erst beim Verlassen

dieser Bandbreite zeigen. Ein Ausbruch auf der Ober- oder Unterseite ist kurzfristig weiterhin nur vorstellbar, falls es zu einem Nachfrageeinbruch (z. B. US-Rezession) oder zu einer erheblichen Angebotsverknappung (z. B. Eskalation des Nahost-Konflikts) kommt.

Kryptowährungen setzten ihren positiven Trend aus dem Vorjahr 2024 fort. Die beiden größten Kryptowährungen **Bitcoin** und **Ethereum** wiesen Ende Juni einen Zuwachs von knapp + 49 % bzw. + 51 % auf, wobei die letzten Monate von einer Konsolidierung gekennzeichnet waren. Der Bitcoin hatte Mitte März mit rund 73.600 US-Dollar zwischenzeitlich bereits ein neues Allzeithoch markiert und damit erstmals eine höhere Marktkapitalisierung als das Edelmetall Silber erreicht. Dies war insofern ungewöhnlich, da normalerweise neue Höchststände erst mehr als 100 Tage nach einem Halving bzw. dem Beginn eines neuen rund 4-jährigen Kryptozyklus erreicht werden. Das Halving fand statt bzw. der neue Kryptozyklus begann am 20. April 2024. Seitdem werden täglich „nur“ noch halb so viele neue Bitcoins wie zuvor erzeugt. Die tägliche Rate hat sich nun auf 450 Bitcoins halbiert. Wenn man sich vor Augen führt, dass bereits rund 19,7 Millionen Bitcoins „geschürft“ sind und maximal 21 Millionen Bitcoins bis zum Jahr 2140 aufgrund des Programmcodes generiert werden können, wird nachvollziehbar, dass das „Gut“ Bitcoin zunehmend knapper wird. Obwohl die Halving-Termine relativ gut prognostizierbar sind, hatten diese in der Vergangenheit mittelbar meist keinen Preiseffekt. Eine Angebotsverknappung war regelmäßig erst 100 bis 180 Tage nach dem Halving-Termin spürbar. Fundamental wird dies wie folgt begründet: Durch das Halving verdoppeln sich die sogenannten Mining-Kosten für die Bitcoin-Miner. Um nachhaltig wettbewerbsfähig zu bleiben, sind enorme Investitionen in eine moderne „Rechenfarm“ erforderlich. Dies können zunehmend nur wenige große und kapitalstarke Gesellschaften stemmen. In der Folge scheiden nach jedem Halving kapitalschwache Miner aus dem Markt aus bzw. versuchen sich zunächst mit dem Verkauf ihrer Bitcoin-Bestände möglichst lange über Wasser zu halten. Erst wenn diese Effekte ausgelaufen sind, wird tatsächlich eine Angebotsverknappung nach und nach spürbar und der Bitcoin stieg in der Vergangenheit jeweils signifikant an, sodass das Mining für die verbliebenen Miner wieder profitabel wurde.

In der ersten Juli-Woche sind der Bitcoin und Kryptowährungen unter erheblichen Abgabedruck geraten und kurzfristig ist der Bitcoin sogar in den Bereich von 54.000 US-Dollar gefallen. Auslöser waren Befürchtungen über größere Abverkäufe aus der MtGox Insolvenz und durch das LKA Sachsen., was zu dem zweitgrößten Liquidationsevent in der Geschichte des Bit-coins führte.

Größer war lediglich die Liquidation Ende 2022 in Folge des Kollapses der Kryptobörse FTX. Rückblickend war dies der Tiefpunkt im zurückliegenden Kryptowinter.

Das zweitgrößte Liquidationsereignis in der Geschichte des Bitcoins – direkt hinter dem FTX-Kollaps im November 2022

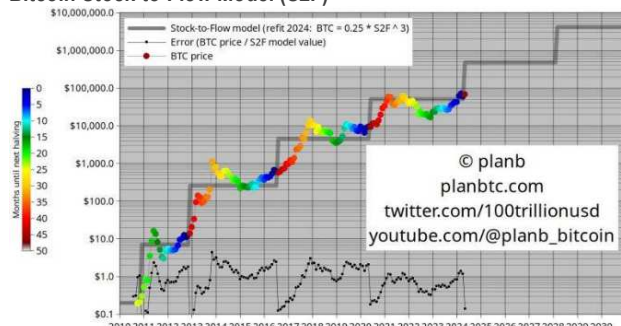


Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 5. Juli, WhaleWire on X.

Mit Blick auf die aktuelle Situation bleibt festzuhalten, dass der aktuelle Verkaufsdruck bzw. die Angst vor einer möglichen Verkaufswelle im historisch immer umsatzschwachen Sommer lediglich ein temporärer Belastungsfaktor ist. Aus charttechnischer Sicht hat sich das Bild kurzfristig eingetrübt und es wäre schön, wenn spätestens im Bereich von 50.000 US-Dollar die Unterstützungszonen halten würden.

Spätestens ab Ende August / Anfang September beginnen die historisch besten Monate im Halving-Zyklus für den Bitcoin (und die anderen Kryptowährungen). Aus technischer Sicht kann der jüngsten Marktberingung auch etwas Positives abgewonnen werden. Bitcoin und andere Altcoins sind aktuell alles andere als „in“ und das Suchinteresse bei Google ist sehr niedrig. Dies ist grundsätzlich ein „guter Boden“, von welchem eine neue, große Aufwärtsbewegung starten kann.

Bitcoin Stock-to-Flow Model (S2F)



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 5. Juli, PlanB

Ein Model zur Ermittlung eines „fairen“ Preises für den Bitcoin ist das aus der Rohstoff-Analyse verwendete

„Stock-to-Flow“ Model. Dieses konnte in der Vergangenheit die Preisbewegung des Bitcoins relativ gut „erklären“. Erkennbar ist im nachfolgenden Chart, dass aufgrund des jüngsten Halvings ein weiterer Preissprung absehbar ist, der den Bitcoin über die Marke von 100.000 US-Dollar führen dürfte.

Kurzfristig könnte der Markt noch von einer baldigen Zulassung der ersten Ethereum-ETFs – der zweitgrößten Kryptowährung – in den USA profitieren. Überraschend hatte die US-Börsenaufsicht SEC hierzu Ende Mai 2024 ihr O.K. gegeben.

AUSBLICK

Der S&P 500 hat 2024 das beste 1. Halbjahr aller US-Präsidentenwahljahre seit dem Jahr 1952 erlebt. Blicken wir als erstes auf Argumente für eine Fortsetzung des positiven Trends an den Aktienmärkten, bevor wir uns Risiken und möglichen Belastungsfaktoren zuwenden. Abschließend blicken wir auch noch auf das aktuelle Trendthema Künstliche Intelligenz und welche möglichen Lehren bzw. Parallelen sich hier aus der Vergangenheit ergeben.

Jörg Scherer, Charttechniker bei HSBC, zitiert gerne ein Leitmotiv der charttechnischen Analyse: „Stärke zieht weitere Stärke an.“ Dies gilt rein statistisch auch für den Aktienmarkt. Wenn der S&P 500 in den ersten sechs Monaten des Jahres ein Kursplus von > 10 % geschafft hat, konnte im Durchschnitt seit 1954 mit einem weiteren Zugewinn von 7,7 % gerechnet werden, wobei in knapp 83 % der Fälle aber zumindest ein positives Ergebnis erzielt wurde. Interessant ist an dieser Statistik auch, dass das Gesamtjahresergebnis bisher in 100 % der Fälle positiv ausfiel, selbst wenn in den rund 17 % der Fälle, wo die Performance in der zweiten Jahreshälfte ins Negative rutschte.

Noch ist es zu früh, den Bullenmarkt abzuschreiben

Renditen des S&P 500, wenn im 1. Halbjahr eines Börsenjahres > 10 % erzielt wurde.

Year	YTD Return	S&P 500 Index Returns		
		Next 3 Months	Rest of Year	Full Year
1954	17.7%	10.6%	23.2%	46.0%
1955	14.0%	6.4%	10.8%	26.4%
1958	13.1%	10.7%	22.0%	38.1%
1961	11.2%	3.2%	10.7%	23.1%
1967	12.8%	6.7%	6.4%	20.1%
1975	38.8%	-11.9%	-5.3%	31.5%
1976	15.6%	0.9%	3.0%	19.1%
1983	19.5%	-1.2%	-1.9%	17.3%
1985	14.7%	-5.1%	10.1%	26.3%
1986	18.7%	-7.8%	-3.5%	14.6%
1987	25.5%	5.9%	-18.7%	2.0%
1988	10.7%	-0.6%	1.5%	12.4%
1989	14.5%	9.8%	11.1%	27.3%
1991	12.4%	4.5%	12.4%	26.3%
1995	19.6%	7.3%	13.1%	34.1%
1997	19.5%	7.0%	9.6%	31.0%
1998	16.8%	-10.3%	8.4%	26.7%
1999	11.7%	-6.6%	7.0%	19.5%
2003	10.8%	2.2%	14.1%	26.4%
2013	12.6%	4.7%	15.1%	28.6%
2019	17.3%	1.2%	9.8%	28.9%
2021	14.4%	0.2%	10.9%	26.9%
2023	15.9%	-3.6%	7.2%	24.2%
2024	14.9%	?	?	?
Average		1.5%	7.7%	25.1%
Median		2.2%	9.8%	26.4%
% Higher		65.2%	82.6%	100.0%
Average Year (1950 - 2023)				
Average		0.6%	4.8%	9.3%
Median		2.4%	5.6%	12.0%
% Higher		60.8%	71.6%	71.6%

Source: Carson Investment Research, FatSet 06/28/2024 @ryandetrick

Quelle: The Market Mosaic 6.30.24, Chart von Ryan Detrick on X

Ebenso spricht der globale Liquiditätszyklus dafür, dass die Preise von risikoreicheren Anlagen wie Aktien positiv unterstützt bleiben. Wir hatten im Rückblick auf das 1. Halbjahr 2024 bereits gezeigt (Seite 5), dass die Geldmenge M2 in den USA im April erstmals auf 12-Monatssicht wieder gewachsen ist. Dies erfolgte vor dem Hintergrund des Liquiditätszyklus zu einem interessanten Zeitpunkt. Der nachfol-

gende Chart zeigt einen 65-monatigen Zyklus der Liquiditätsbedingungen, in dem die Auf- und Abschwünge des Zyklus in der Vergangenheit mehrere wichtige Wendepunkte an den Aktienmärkten markierten. Der jüngste Aufschwung im Zyklus soll bis spät in das Jahr 2025 dauern und hat seinen Anfang in der Nähe des letzten Bärenmarkttiefs des S&P 500 im Oktober 2022 gehabt. In diesen Kontext passt, dass Goldman Sachs bald eine Liquiditätswelle erwartet, die auf den Aktienmarkt zurollt. Aktuell sind rund 7,3 Billionen US-Dollar in Geldmarktfonds geparkt. Institutionelle Anleger würden mit Beginn des 3. Quartals aufgrund passiver Modelle Gelder umschichten und zu Teilen am Aktienmarkt investieren. Ebenso würde von Privatanleger dort geparkte Gelder ihren Weg an die Börsen zurückfinden, wenn die US-Notenbank tatsächlich mit Zinssenkungen beginnt.

Globaler Liquiditätszyklus

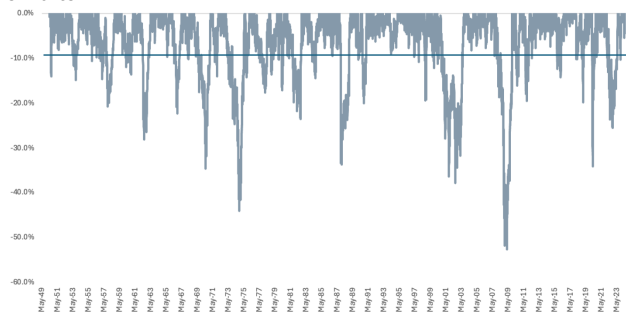


FINANCIAL TIMES Source: CrossBorder Capital • *The recurring 65-month cycle
Quelle: The Market Mosaic 6.30.24, Chart von Capital Wars via Financial Times

Hoffnungsvoll für den weiteren Jahresverlauf spricht auch eine weitere statistische Auswertung, die Jörg Scherer vorgenommen hat. Er hat statistisch anhand des S&P 500 seit 1928 untersucht, in welchem Monat sich in der Regel ein Jahreshoch am Aktienmarkt herausbildet. Zu fast zwei Dritteln ereignet sich dies im Januar, November und Dezember. Insgesamt fallen Jahreshochs zu über 72 % in die Wintermonate (November – April). Damit spricht auch diese Statistik dafür, dass der Aktienmarkt 2024 sein Jahreshoch vermutlich noch nicht gesehen hat.

Auf der anderen Seite gilt es, die möglichen Risikoszenarien nicht aus dem Blick zu verlieren. Hier gilt es zwischen einer möglicherweise nur temporären Korrektur (Rücksetzer im Bereich von -5 % bis -10 %) sowie einem eventuell neuen Bärenmarkt (Kursrückgänge > 20 %) zu unterscheiden.

S&P 500: 10 % Korrekturen sind häufig und alle 18 Monate zu erwarten



Quelle: stock3.com / Clemens Schmale: Was tun, wenn die 10%-Korrektur kommt?, Berechnungen Clemens Schmale, 4. Juli 2024

Nach der Statistik wird eine temporäre Korrektur zumindest zunehmend wahrscheinlicher. Im Durchschnitt kommt es etwa alle 18 Monate im S&P 500 zu Rückgängen von mindestens 10 %. Der letzte deutlicher Rücksetzer im S&P 500 in dieser Größenordnung geschah zwischen August und Oktober vergangenen Jahres. Zudem befindet sich der aktuell laufende Bullenmarkt (Beginn Oktober 2022) in seinem zweiten Jahr. Im Durchschnitt ist auch hier mit Rücksetzern von rund – 10 % zu rechnen, die aber noch nicht das Ende des Bullenmarktes einläuten. In den vergangenen Jahrzehnten dauerte ein Bullenmarkt im Normalfall mindestens vier Jahre.

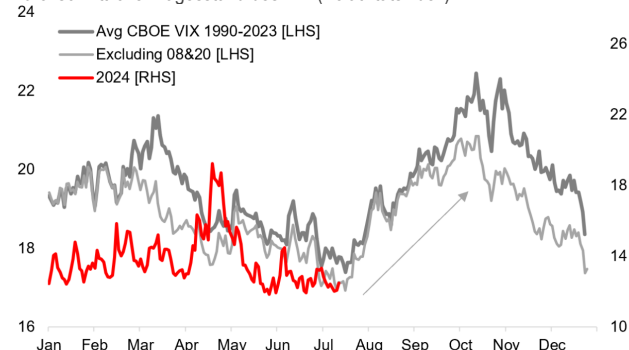
Als Auslöser für eine Korrektur wäre beispielsweise die Enttäuschung überzogener Erwartungen vorstellbar. Durch die deutlichen Zugewinne im ersten Halbjahr preisen die Aktienmärkte aktuell eine Konjunkturerholung und sehr hohe Erwartungen an die Gewinne für das 2. Quartal 2024 ein. Zuletzt haben viele Wirtschaftsindikatoren aber mehrheitlich negativ überrascht. Ein Warnsignal ist in diesem Zusammenhang auch die Kursentwicklung des Dow Jones Transportation Index. Dieser zeigt eigentlich einen relativ hohen Gleichlauf mit dem S&P 500 und gilt als guter Vorlaufindikator. In den vergangenen Wochen hat der Dow Jones Transportation Index allerdings die Kurssteigerungen des S&P 500 nicht mehr nachvollzogen, sondern entwickelte sich sogar rückläufig. Damit hat sich zwischen beiden Indizes eine größere Lücke aufgetan, die sich früher oder später schließen dürfte. Wahrscheinlicher ist dabei ein Rücksetzer des S&P 500 als ein Hochschnellen des Dow Jones Transportation Index. Von Bedeutung dürften hier vor allem die Veröffentlichungen der Quartalszahlen der Marktschergewichte Microsoft, Alphabet und Meta am 25. bzw. 26. Juli sowie des KI-Stars Nvidia drei Wochen später am 15. August sein.

Ebenso könnten kurzfristige Turbulenzen an den Märkten durch den in die finale Phase eintretenden US-Präsidentenwahlkampf oder politische Querelen in Frankreich mit Ausstrahlungswirkung auf die Eurozone ausgelöst werden.

Grundsätzlich ist ein Anstieg der Volatilität an den Märkten von August bis November eher die Regel.

Volatilitätssaison

Durchschnittlicher Tagesstand des VIX (Volatilitätsindex)



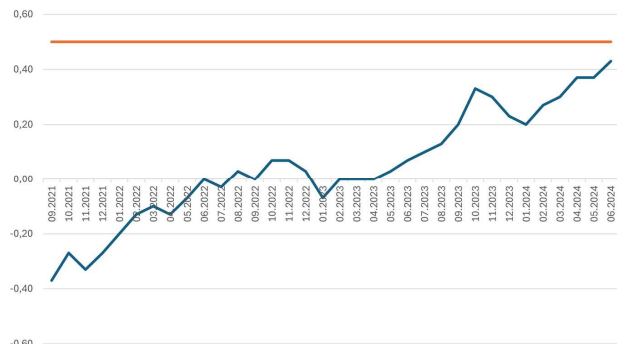
Quelle: Callum Thomas, Weekly S&P500 ChartStorm, 7. Juli 2024, Topdown Charts, LSEG

Ein eventuell größeres Problem für den Aktienmarkt könnte hingegen das Ausbleiben eines erwarteten „Soft-Landings“ der US-Wirtschaft und stattdessen ein (überraschendes) Abrutschen in eine Rezession sein. Dies dürfte vermutlich einen neuen Bärenmarkt nach sich ziehen. In diesem Kontext achten wir weiter auf das Verschwinden der inversen Zinsstrukturkurve in den USA sowie die Auslösung der Sahn-Regel, die beide in der Vergangenheit äußerst präzise eine Rezession angezeigt haben.

Die Zinsstrukturkurve ist in den USA nun bereits für rekordlange 21 Monate invertiert. In der Vergangenheit kam es regelmäßig dann zur Rezession, wenn sich die Zinsstrukturkurve wieder normalisierte, d. h. langfristige wieder über kurzfristige Zinsen stiegen. Aktuell liegt der Abstand zwischen zwei- und zehnjährigen Renditen in den USA bei rund – 30 Basispunkten und damit „unauffällig“ in einer seit Oktober letzten Jahres beobachteten Bandbreite von etwa – 50 bis – 15 Basispunkten.

Auffälliger entwickelt sich hingegen momentan die Sahn-Regel, die in dem Ruf steht, große Wirtschaftseinbrüche in den USA zuverlässig und fast in Echtzeit anzuzeigen. Die am 5. Juli veröffentlichte Arbeitslosenrate in den USA stieg jetzt überraschend um + 0,1 % auf 4,1 %. Dies ist der höchste Stand seit Oktober 2021. Der Sahn-Rezessionsindikator signalisiert den Rezessionsbeginn in den USA, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der nationalen Arbeitslosenquote um 0,50 Prozentpunkte oder mehr im Vergleich zum Minimum der Dreimonatsdurchschnitte der letzten 12 Monate steigt. Mit den jüngsten Zahlen ist der Sahn-Rezessionsindikator auf 0,43 Prozentpunkte angestiegen und liegt nicht mehr weit von seinem Signalwert entfernt. Der zugrundeliegende Trend scheint dabei intakt, sodass das Rezessionssignal bereits im 3. Quartal 2024 ausgelöst werden könnte.

Sahm-Rezessionsindikator



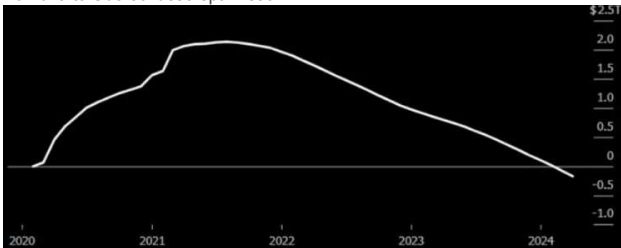
Quelle: stock3.com / Oliver Baron: Beginnt in den USA gerade eine Rezession? Dieser Indikator sagt jein!, Berechnungen Clemens Schmale, 5. Juli 2024

Untermuert wurden die Sorgen vor einer möglichen Rezession der US-Wirtschaft zuletzt durch eher maue Zahlen zum US-Konsum, der die wesentliche Säule der US-Wirtschaft ist. Mittlerweile scheinen die Corona-Ersparnisse der US-Amerikaner aufgezehrt zu sein.

Die US-Amerikaner haben ihre Pandemieersparnisse ausgegeben

Die überschüssigen Ersparnisse erreichten 2021 2,1 Billionen US-Dollar und trieben damit die Ausgaben an.

Kumulierte Überschussersparnisse

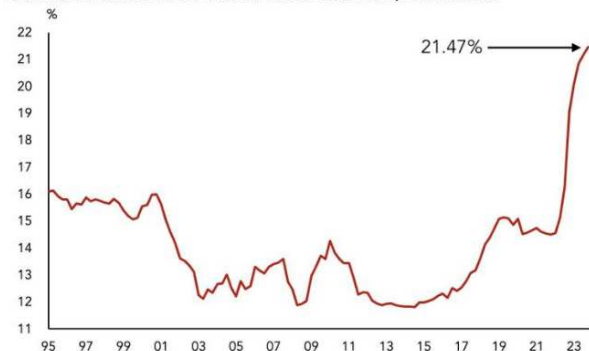


Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 28. Juni 2024, Bloomberg, Bureau of Economic Analysis, San Francisco Fed staff calculations

Gleichzeitig sind die Kreditkartenschulden der US-Amerikaner auf über eine Billion US-Dollar angestiegen und die persönlichen Zinszahlungen haben die Marke von 500 Milliarden US-Dollar überschritten, während die Zinsen für Kreditkartenschulden auf schockierende 21,47 % in die Höhe geschneilt sind.

Kreditkartenzinsen über 20 %

Commercial Bank Interest Rate on Credit Card Plans, All Accounts



Quelle: Charles-Henry Monchau Syz Group, Syz the moment, 26. Juni 2024, Federal Reserve Board, Game of Trades

Zusammenfassend lässt sich Folgendes festhalten:

- Die Statistik und die Liquiditätsentwicklung sprechen für ein freundliches zweites Halbjahr an den Börsen.
- Ein Rücksetzer wäre kurzfristig nicht ungewöhnlich und statistisch eine Nachkaufgelegenheit, sofern nicht eine Rezession einen neuen Bärenmarkt auslöst.
- Hierfür sollte u.a. der Sahm-Rezessionsindikator eng beobachtet werden.

Exkurs: KI-Boom / Megacap-Aktien

Crescat Capital hat Ende Juni 2024 einen beachtenswerten Researchbeitrag unter dem Titel „Connecting The Critical Nodes“ zur Bewertung der aktuellen Börsenstars aus dem Technologiesegment publiziert und vergleicht dies mit dem New Economy-Hype vor rund 25 Jahren.

Damals war Cisco Systems die dominierende Firma für den Auf- und Ausbau der Infrastruktur des Internets. Zur Hochphase wurde die Firma mit einem Unternehmenswert von rund 548 Milliarden US-Dollar bewertet, was etwa 5,5 % des US-BIP und dem 37-fachen des Umsatzes entsprach. Anschließend crashte der Kurs um über 89 % und hat bis heute sein altes Hoch nicht wieder erreichen können. Beim aktuellen Börsenstar Nvidia scheint die Bewertung hingegen noch überdehnter als seinerzeit bei Cisco Systems zu sein. Als Nvidia für kurze Zeit das wertvollste Unternehmen der Welt war, lag die Unternehmensbewertung bei rund 3,3 Billionen US-Dollar oder rekordverdächtigen 11,7 % des US-BIP – mehr als doppelt so hoch wie bei Cisco damals – und dem 41-fachen des Umsatzes. Die zukünftigen Wachstumserwartungen, die an die aktuelle Bewertung geknüpft werden, dürften unmöglich zu erfüllen sein.

Nvidia in 2024 vs. Cisco Systems in 2020

Unternehmenswert als Prozentwert des US-BIP

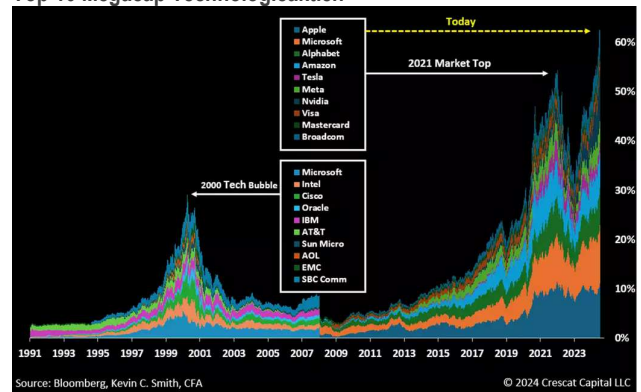


Die hohe Bewertung ist aktuell aber nicht nur für Nvidia sondern auch für die zehn größten Technologieaktien als Gruppe kennzeichnend. Deren Gesamtbewertung entspricht über 60 % des US-BIP. Die Vergleichsgruppe im Jahr 2000 war lediglich mit 30 % des US-BIP bewertet.

Crescat Capital geht auch auf den Aspekt ein, dass heute häufig argumentiert wird, dass die Fundamentaldaten der aktuellen zehn Megacaps wesentlich stärker als jene der Vergleichsgruppe aus dem Jahr 2000 sind. Hier merkt Crescat Capital an, dass man bei außergewöhnlich hohen Gewinnmargen und Wachstumsraten auch deren Nachhaltig-

keit hinterfragen sollte. Die Firmen, die aktuell für Milliardensummen KI-Chips und weitere Infrastruktur im Wettbewerb mit anderen Unternehmen bestellen, müssen diese Investitionen refinanzieren. Bisher scheint es aber vielen noch an einem nachhaltigen Geschäftsmodell zu fehlen – vergleichbar zum Jahr 2000.

Top 10 Megacap Technologieaktien



Und hier liegt das Risiko für Nvidia und die weiteren Megacaps. Wenn die aktuellen Wachstumserwartungen zum Thema Künstliche Intelligenz nicht kurzfristig, sondern erst in fünf bis zehn Jahren erfüllt werden, könnte den Titeln wie damals ein empfindlicher Crash bevorstehen. Crescat Capital ist mit seinen Bedenken bei Weitem nicht allein. Auch der renommierte Venture Capital Investor Sequoia Capital hat unter dem Titel „AI’s 600B Question“ im Juni ein kritisches Papier aus dem Vorjahr aktualisiert und fragt, wo die ganzen Einnahmen sind, um die Ausgaben für GPUs und Datenzentren zu rechtfertigen. Bisher kommt der größte reine AI-Spieler OpenAI lediglich auf einen Umsatz von 3,4 Milliarden US-Dollar. Solange es an weiteren KI-Produkten mangelt, für die Verbraucher bereit sind, zu zahlen, haftet dem KI-Boom etwas Blasen-ähnliches an.

	Q4 2023 ESTIMATE	Q4 2023 ACTUAL	Q1 2024 ACTUAL	Q4 2024 ESTIMATE
NVDA Data Center Run-Rate Revenue	\$50	\$74	\$90	\$150
Data Center Facility Build and Cost to Operate	50%	50%	50%	50%
Implied Data Center AI Spend	\$100	\$147	\$181	\$300
Software Margin	50%	50%	50%	50%
AI Revenue Required for Payback	\$200	\$294	\$363	\$600

Hinweis: Es ist einfach, diese Kennzahl direkt zu berechnen. Sie müssen nur die Umsatzprognose von Nvidia für die Run-Rate nehmen und sie mit dem Zweifachen multiplizieren, um die Gesamtkosten von KI-Rechenzentren widerzuspiegeln (GPUs machen die Hälfte der Gesamtbetriebskosten aus - die andere Hälfte umfasst Energie, Gebäude, Backup-Generatoren usw.). Dann multiplizieren Sie noch einmal mit dem Zweifachen, um eine Bruttomarge von 50 % für den Endnutzer der GPU widerzuspiegeln (z. B. das Startup oder das Unternehmen, das KI-Rechenleistung von Azure, AWS oder GCP kauft, das ebenfalls Geld verdienen muss).

Quelle: Sequoia Capital, 20. Juni 2024

Sollten die den US-Markt dominierenden Megacaps tatsächlich ins Straucheln geraten, dürfte auch die seit der Finanzkrise andauernde Outperformance von US-Technologieaktien vorläufig ein Ende finden.

■ Kontakt



Frank Conradt

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 10
E-Mail: conradt@vpc-familyoffice.de



Olaf Krings

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 13
E-Mail: krings@vpc-familyoffice.de



Marius Malinowski

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 15
E-Mail: malinowski@vpc-familyoffice.de



Daniel Oyen

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 14
E-Mail: oyen@vpc-familyoffice.de



**Friedrich-Christian
Frhr. von
Plettenberg**

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 11
E-Mail: vonplettenberg@vpc-familyoffice.de



Florian Tix

Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 12
E-Mail: tix@vpc-familyoffice.de

■ Impressum

Herausgeber

von Plettenberg, Conradt & Cie. Family Office AG
Königsallee 96
40212 Düsseldorf
Tel.: +49 (0) 211 22 98 20 0
Fax: +49 (0) 211 22 98 20 19
e-Mail: info@vpc-familyoffice.de



Umsatzsteuer-ID DE 815357638
Handelsregister HRB 91215 (Amtsgericht Düsseldorf)

Vorstand:

Friedrich-Christian Freiherr von Plettenberg
Frank Rüdiger Conradt
Olaf Erich Krings
Daniel Christoph Oyen

Aufsichtsrat:

Dr. Daniel v. Borries (Vorsitzender)
Henning von der Forst
Dr. Kurt v. Pannwitz

Redaktion:

Frank Rüdiger Conradt, Olaf Erich Krings, Daniel Christoph Oyen, Friedrich-Christian Frhr. von Plettenberg

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt am Main
www.bafin.de
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Redaktionsschluss:

10. Julii 2024

Rechtliche Hinweise

Herausgeber dieser Publikation ist die von Plettenberg, Conradt & Cie. Family Office AG („VPC“). Sie dient lediglich der Information und darf ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung nicht an Dritte weitergegeben werden.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder sonstigen Werten unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Beurteilungen stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Für die Erstellung der Publikation haben wir lediglich Informationen und Daten verwendet, die wir für plausibel erachten sowie deren Quelle wir für zuverlässig halten. Die Informationen und Daten haben wir weder auf Richtigkeit und Vollständigkeit untersucht, noch sind sie von Dritter Seite überprüft worden. Die von VPC in dieser Informationsunterlage geäußerten Aussagen stellen ausschließlich unsere Meinung dar. Diese können sich jederzeit ändern, ohne dass dies explizit kommuniziert oder publiziert wird. Ebenfalls können die in der Publikation enthaltenen Darstellungen auf Grund des Marktgeschehens sowie einer Veränderung wirtschaftlicher, rechtlicher oder steuerlicher Rahmenbedingungen kurzfristig gegenstandslos werden. Sie haben daher nur momentanen Charakter.

Die vollständige Darstellung der in diesen Unterlagen erwähnten Vermögensgegenstände sowie der jeweils hiermit verbundenen Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte den entsprechenden Verkaufsunterlagen (z. B. Verkaufsprospekt, Produkt- oder Vermögensanlagen-Informationsblatt). Getroffene Aussagen bzw. Angaben zur in der Vergangenheit erzielte wirtschaftliche Ergebnisse sowie Prognosen sind keine Gewähr und kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Die Ausführungen der Publikation sind nur zur Verwendung in Deutschland bestimmt und richtet sich an Personen, die in Deutschland ansässig sind.