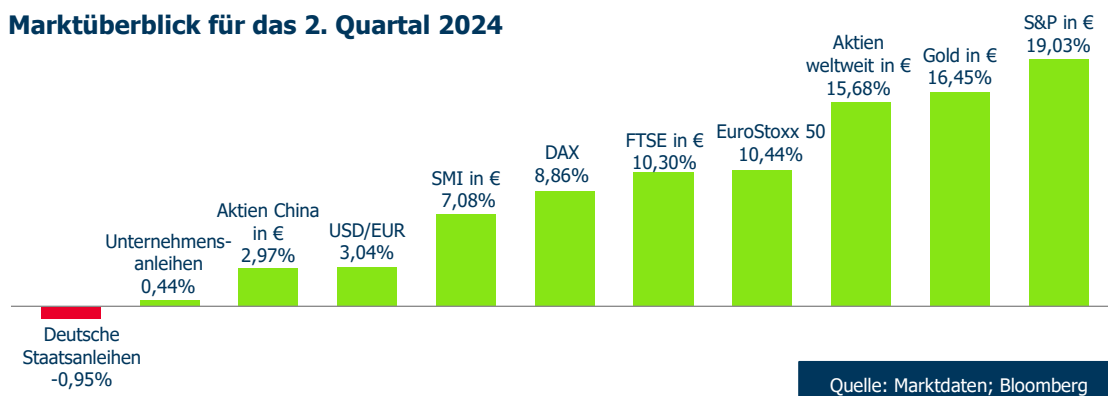


1. Überblick

Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2024 scheint sich die Wirtschaft nach den großen Schocks durch die Pandemie und den Krieg in der Ukraine wieder langsam zu normalisieren. Schaut man auf die Aktienmärkte so lässt sich das 2. Quartal als „Konsolidierung auf hohem Niveau“ zusammenfassen. Die Konzentration auf wenige – in den Indizes hoch gewichtete – Titel setzte sich indes fort. Die Ballung nahm z.B. in den USA so deutlich zu, dass lediglich zehn Aktien für 76% der gesamten S&P 500 Performance des Jahres 2024 verantwortlich waren. Von Aktienmarktbreite kann also weiter keine Rede sein, auch wenn es auf Branchenebene Rotationen gab. Europäische Unternehmen konnten im 2. Quartal von den steigenden Gewinnerwartungen ab Mitte April und den sich leicht aufhellenden Wachstumsaussichten profitieren. Die überdurchschnittliche Entwicklung der US-Technologiebranche setzte sich fort. Besonders die Aktie von NVIDIA ragte performancemäßig hervor. Da IT und Kommunikationsdienstleistungen zusammen etwa 40% des S&P 500 ausmachen, konnte der Gesamt-Index entsprechen zulegen. Positive Ertragszahlen erwiesen sich als Segen für Unternehmensanleihen. US-Investment-Grade Bonds, aber auch ihre europäischen Pendanten, konnten so besser das herausfordernde steigende Zinsumfeld meistern. Staatsanleihen litten dagegen stärker unter den anziehenden Kapitalmarktrenditen. Die Inflation gab im zweiten Quartal leicht nach und gibt den Notenbanken für den Rest des Jahres mehr Handlungsspielräume. So senkte die EZB – wie von uns erwartet – vor der FED als erstes die Zinsen. Weitere Anpassungen werden datenabhängig entschieden. Der Markt erwartet in den USA dieses Jahr noch zwei Zinssenkungen. Auch in Europa sollten noch zwei weitere Zinssenkungen folgen. Zuletzt sorgte die politische Unsicherheit durch die Ergebnisse der Europawahl (Frankreich mit vorgezogenen Parlamentsneuwahlen), EU-Strafzollandrohungen auf E-Autos gegen China und Wachstumsbedenken in den USA bzgl. schwächerer Makrodaten für nachgebende Kurse. Der Goldpreis erzielte Kursgewinne und setzte seine gute Performance aus dem 1. Quartal fort. Geopolitische Unsicherheiten und Notenbanken, die ihre Devisenreserven unabhängiger von den USA allokatieren, waren die Treiber für den weiteren Anstieg.

Marktüberblick für das 2. Quartal 2024



Während sich weltweit die Konjunkturaussichten stabilisieren, nehmen die regionalen Unterschiede in Bezug auf ihre wirtschaftliche Dynamik, die Inflation und Geldpolitik zu. Dadurch dürften sich interessante Möglichkeiten ergeben. Aktien werden wohl weiterhin durch die günstigen makroökonomischen Trends und die steigenden Unternehmensgewinne unterstützt. Somit sollten Korrekturen nur vorübergehender Natur sein und Anlagegelegenheiten schaffen. Auf den Anleihenmärkten gilt es agiler und taktischer vorzugehen, wobei wir uns auf hochwertige EUR-Unternehmensanleihen konzentrieren. Das zweite Halbjahr 2024 startet mit Ungewissheit in Bezug auf Zinssätze, US-Wachstum, die Auswirkungen der Wahlen in den USA und Europa (Frankreich) und der weiteren Inflationsentwicklung. Hinzu bleibt die geopolitische Unsicherheit. Unternehmen mit geringerer Qualität oder konjunktursensible Zykliker hinken hinterher, während eine geringe Anzahl von Mega-Cap-Unternehmen mit höherer Qualität die Indexperformance bestimmt. Der Grund dafür liegt in den sich seit Jahresbeginn leicht abschwächenden Makrodaten in den USA. In dieser Phase konzentriert sich der Aktienmarkt stärker auf die Entwicklung des Wachstums und weniger auf Inflation und Zinsen. Anlagetechnisch sollte der Fokus weiter auf der Kombination von hochwertigen Mega-Caps und traditionell defensiven Werten gerichtet sein, die aufgrund ihrer operativen Effizienz oder Exzellenz eine kontinuierliche und stabile Ertragskraft aufweisen. Die Ertragsrevisionen werden in dieser Kohorte am geringsten ausfallen. Zykliker können in Phasen der Marktkorrektur unter taktischen Aspekten als weiterer Baustein mit aufgenommen werden.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM:

Das globale Wachstum kühlte sich im 1. Halbjahr etwas ab. Die rasche Straffung der Geldpolitik belastete die Wirtschaftstätigkeit, insbesondere die der Industrieländer. Die Auswirkungen waren in diesem Zeitraum spürbar, aber im Verlauf der 2. Jahreshälfte sollte das Wachstum wieder moderat anziehen. In Summe verkrafteten die meisten Volkswirtschaften die straffe Geldpolitik bisher gut. Allerdings bleibt der Übergang zu einer neuen Normalität mit einem herausfordernden Mix aus restriktiven geld- und fiskalpolitischen Gegenwinden auf der Agenda.

GELDPOLITIK:

Die Zentralbanken haben die Leitzinsen auf ein restriktives Niveau angehoben. Angesichts der rückläufigen Inflation und Abschwächungstendenzen der US-Wirtschaft haben die Leitzinsen ihren Höhepunkt erreicht und die großen Zentralbanken konzentrieren sich von nun an auf eine sinnvolle Lockerung der Geldpolitik. Die US-Kerninflation ist auf den niedrigsten Stand seit Mai 2021 gefallen. Sofern es nicht zu Wachstumseinbrüchen oder Finanzkrisen kommt, werden die Notenbanken noch etwas zögern, die Zinsen zu rasch zu senken. Aufgrund schwindender Angebotsengpässe nähert sich die Inflation aber weiterhin ihrem Zielwert.

CHINA:

Die anhaltende Schwäche des Immobilienmarktes bleibt eine große Belastung für die Wirtschaft. Wir gehen davon aus, dass die Wachstumsdynamik im historischen Vergleich unterdurchschnittlich bleibt, bevor sie sich stabilisiert. Der Schuldenabbau infolge der Immobilienkrise belastet die Binnennachfrage und erhöht auch die Deflationsrisiken.

AKTIEN:

Grundsätzlich sind die Aussichten trotz der vielen Krisen weiter positiv. Ein moderates, globales Wachstum, nachlassende Inflationsraten in den USA und in Europa und die bevorstehende Lockerung der Geldpolitik sollte den Märkten eine gute Investitionsgrundlage geben. Achillesferse bleibt das Wachstum in den USA. Hier wird es darauf ankommen, dass ein „Soft Landing“ der Wirtschaft ohne große Unfälle bewerkstelligt wird. In einer solchen Unsicherheitsphase erzielen „Large Caps“ eine bessere Performance als Mid Cap-Unternehmen, weswegen wir weiter an unserer „Barbell“-Strategie festhalten. Eine Kombination aus Value-Werten in Verbindung mit ausgewählten Unternehmen der GRANOLAS & Magnificent 7 halten wir für am erfolgsversprechendsten. Frühzyklische Titel stellen sukzessive eine sinnvolle Depotbeimischung dar.

ZINSEN:

Der Inflationspfad bleibt der wesentliche Treiber für die weitere Zinsentwicklung. Die Notenbanken müssen daher datenabhängig agieren. Erste bzw. weitere Zinssenkungen sind aber nur eine Frage der Zeit. Eine zu erwartende Abkühlung der größten Volkswirtschaft (USA) bzw. ein „Soft-Landing“ sollte der FED den nötigen Spielraum verschaffen.

Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass die Zinsen ihren Höhepunkt erreicht haben und in der Tendenz, wenn auch etwas langsamer als zu Jahresbeginn erwartet, im Laufe des Jahres sinken sollten. Eine erhöhte Portfolioduration von ca. 5 - 6 Jahren stellt in diesem Kontext eine attraktive Anlagestrategie dar.

WÄHRUNGEN:

Mit Ausnahme des Japanischen Yen's gab es wenig Bewegung am Devisenmarkt. Der US-Dollar vs. Euro handelte in einer engen Spanne von 1,06 – 1,09 EUR/USD. Zusammenlaufende transatlantische Zinsdifferenzen und kurzfristige politische Unsicherheiten im Nachgang der Europawahl neutralisieren sich aktuell und führen zu einer Seitwärtsbewegung des Währungspaares. Die Fundamentaldaten sollten im 2. Halbjahr mehr in den Fokus rücken und tendenziell für einen schwächeren US-Dollar sprechen. Bis Jahresende bleibt die prognostizierte Handelsspanne von 1,05 – 1,15 EUR/USD intakt.

GOLD:

Die geopolitische Lage bleibt schwierig und komplex. Länder, die ihre Währungsreserven unabhängig vom Zugriff der USA diversifizieren wollen, kaufen weiter Gold dazu. China legt aktuell aber eine Pause ein. Kurzfristig sollte Gold auf hohem Level konsolidieren, langfristig bleibt es aber weiter die Versicherung und der Risikodiversifikationsfaktor, der im Fokus der Investoren und Notenbanken stehen wird.



3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

Seit Jahresbeginn sind weltweit unterschiedliche Tendenzen zu beobachten. Das anfänglich starke Wachstum in den USA im Gegensatz zur unterdurchschnittlichen Entwicklung der europäischen Industrieländer scheint sich nun etwas umzukehren. Für den Rest des Jahres erwarten wir, dass sich der beginnende globale Aufschwung weiter festigt, unterstützt durch das strukturelle Wachstum der globalen Informationstechnologie- und Warenzyklen (besonders getrieben durch die Entwicklungen der künstlichen Intelligenz (KI)). Wir gehen davon aus, dass der weltweite Aufschwung auch den exportorientierten Volkswirtschaften Europas zugutekommen könnte. Da das Konjunkturmilieu und die Märkte insgesamt positiv bleiben, erscheinen Investitionen in Aktien weiter aussichtsreich. Wir glauben, dass jede Marktkorrektur eher vorübergehend ist und Chancen eröffnet.

Die verschiedenen wirtschaftlichen Entwicklungen haben auch die Inflation in den einzelnen Regionen unterschiedlich beeinflusst. In den USA hat sich der Inflationsrückgang holpriger als erwartet erwiesen. Er ist jedoch gerade in den letzten Wochen in Gang gekommen und wird sich unserer Ansicht nach das Jahr über fortsetzen, wenn auch etwas langsamer als in der Eurozone. Die US-Notenbank steht angesichts der bisher begrenzten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die wirtschaftlichen Aktivitäten und der Ungewissheit über den weiteren Inflationsverlauf vor der schwierigen Entscheidung über den richtigen Zeitpunkt für die erste Zinssenkung. Wir rechnen mit mindestens einer Zinssenkung in den USA noch vor Ende dieses Jahres. In der Eurozone hingegen ist die Teuerung bereits stärker zurückgegangen und rechtfertigt den früheren Beginn des Zinssenkungszyklus der EZB.

Die stabilen makroökonomischen Trends und die steigenden Unternehmensgewinne dürften weiterhin die Hauptantriebskräfte für eine positive Aktienperformance sein. Während sich die Wirtschaft normalisiert, offenbart der Blick auf die privaten und öffentlichen Bilanzen in den USA eine strukturelle Divergenz. Auf der Seite der privaten Haushalte wurden die während der Pandemie angehäuften Ersparnisse zwar ausgegeben, aber die privaten Bilanzen bleiben insgesamt solide. Obwohl die Segmente mit unterdurchschnittlichen Einkommen in den USA leichte Anzeichen von Stress zeigen, profitieren sie immer noch von einem günstigen Arbeitsmarkt, auch in Bezug auf das Lohnwachstum. Der Unternehmenssektor erlebt je nach Branche und Segment unterschiedliche Entwicklungen, aber auch hier ist die Lage insgesamt solide, insbesondere für die großen, börsennotierten (Tech-)Unternehmen. Sie haben von steigenden Zinsen teils profitieren können, ein Phänomen, das in einem Zyklus der geldpolitischen Straffung einzigartig ist. Im öffentlichen Sektor, in dem sich Defizite häufen, Schulden weiterwachsen und vor allem die Kosten für den Schuldendienst mit der Normalisierung der Zinsen in die Höhe schießen, ist die Situation komplett anders. Die öffentlichen Bilanzen geraten zunehmend unter Druck, während der private Sektor gesund und resilient erscheint. Im vergangenen Jahr überraschte das US-Wachstum dank eines anhaltenden fiskalischen Impulses und eines Anstiegs des Arbeitskräfteangebots durch die Einwanderung positiv, aber die letzten Zahlen werfen Fragen nach ihrer anhaltenden Stärke auf. Die Inflationsangst

des 1. Quartals lässt dagegen deutlich nach und das Thema „schwächelndes US-Wachstum“ bekommt zunehmend mehr Gewicht am Markt. Unsere Erwartung bleibt, dass sich das US-BIP auf etwa 2% verlangsamen wird, was positiv für die Inflationsentwicklung wäre und der FED mehr monetären Spielraum geben könnte. Ein Teil dieser Verlangsamung und damit eine große Dosis Unsicherheit für das nächste Jahr ist auf eine nachlassende Fiskalpolitik zurückzuführen. Der Anstieg der Ausgaben trug im vergangenen Jahr zu einem höheren US-Wachstum bei. In diesem Jahr fließen die Ausgaben zwar noch, aber nicht mehr in ansteigendem Maße, so dass der fiskalische Beitrag zum Wachstum verschwinden wird. Es dürfte also für die zweite Jahreshälfte wieder stärker auf die Konjunktorentwicklung und Gewinne der Unternehmen ankommen. Lange Zeit wurde die Börse von schlechteren Wirtschaftsmeldungen in Zusammenhang mit baldigen Zinssenkungen beflügelt. Dies hat sich nun umgedreht.

Monetär positiv wirkte sich die erste Zinssenkung der EZB aus. Der Börse reagierte aber kaum, da dieser Schritt bereits seit längerer Zeit erwartet worden war. Die Wahlen im Europäischen Parlament wurden zunächst gut aufgenommen, tragen aber mittelfristig besonders wegen der neu ausgerufenen Parlamentswahlen in Frankreich zu erhöhter Unsicherheit bei. Der Rechtsruck in Europa stellt einen wichtigen Wendepunkt auf dem Kontinent dar, wo sich ein starker Trend dahin etabliert, sich von den traditionellen politischen Parteien abzuwenden und nach einem alternativen Weg zu suchen.



In den USA ist das Risiko von Anfechtungen und Unruhen beträchtlich, falls Donald Trump die Präsidentschaftswahlen im November verliert. Sollte er die Wahl gewinnen, könnte seine Wirtschaftspolitik, zu der ein Mix aus möglichen Steuersenkungen und Importzollerhöhungen gehört, den Markt für US-Staatsanleihen destabilisieren, der bereits durch ein hohes Zinsniveau und deren Auswirkungen auf den Schuldendienst geschwächt ist. Der Aktienmarkt könnte in Gänze eher profitieren, besonders die „Old Economy“ und einzelne Branchen, die unter Trumps Politik schon 2016 gestützt wurden.

Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2024 ist Geduld angesagt. Wir bleiben investiert, behalten uns aber weiterhin Spielraum, falls die Märkte in den kommenden Monaten eine sprunghafte Volatilität erleben sollten. Die sich abzeichnende Erholung des Welthandels stützt die europäischen Volkswirtschaften, während die Wachstumsentwicklung in den USA unter stärkerer Beobachtung gestellt werden muss. In den USA nimmt in einem Wahljahr traditionell die Aktien-Volatilität um die Jahresmitte herum zu, was Möglichkeiten eröffnen dürfte. Unsere Hauptanlagestrategie bleibt davon unberührt und wird weiter die „Barbell“-Strategie sein, die qualitativ hochwertigste Big-Tech-Unternehmen mit defensiven Value-Aktien kombiniert. Beides sind Bereiche, die aus unserer Sicht eine besondere Resilienz gegen eine mögliche schwächere US-Konjunkturentwicklung aufweisen sollten.

Natürlich gehören auch Anleihen in jedes Portfolio – hier ist Agilität das Gebot der Stunde. Die Anleihenmärkte haben sich in den letzten vier Jahren verändert, weil massive Stimulus-Maßnahmen zu einem starken Anstieg des Angebots an Staatsanleihen geführt haben. Da die Zentralbanken nicht mehr als Käufer der letzten Instanz fungieren, dürfte das (Über-)Angebot an Staatsanleihen längerfristig zu höheren Renditen führen, wenn auch mit großen Schwankungen. Somit gilt es, flexibel zu bleiben und taktisch vorzugehen. In dem aktuellen Umfeld werden Anleihen jedoch wieder ihre frühere Rolle als Renditequelle und Diversifikationsbaustein in einem ausgewogenen Portfolio einnehmen. In einem gemischten Portfolio bietet Gold weiter die Absicherung gegen systemische Risiken an den Finanzmärkten. In einem multipolaren geopolitischen Kontext wird eine weitere strukturelle Zunahme der Nachfrage nach Gold von Investoren außerhalb der G7 erwartet, die nach Vermögenswerten suchen, die diversifizieren und vor möglichen westlichen Sanktionen schützen.

4. Aktienmarkt

4.1 Abwägen...

Aufgrund des global anziehenden Wachstums und der nachlassenden Inflation sollten sich Aktien weiterhin in einer langfristigen guten Ausgangslage befinden („Goldilocks-Szenario“). Wir konzentrieren uns nach wie vor auf Qualitätswachstumswerte, sehen aber auch Chancen abseits der Magnificent 7, besonders bei Qualitäts- und Value-Aktien in Europa. Marktkorrekturen betrachten wir nicht als langwierige Abwärtsphasen, sondern eher als Zeiten für Investitionen.

Kurzfristig befinden wir uns allerdings in den USA in einer Übergangsphase, in der Aktien wieder sensibler auf schwächere Wachstumsbedingungen reagieren. Wichtig bleibt, dass es bei einer stabilen US-Konjunktur und steigenden Unternehmensgewinnen bleibt. Die Arbeitsmarktentwicklung war in der Vergangenheit dafür ein guter Indikator. Hier verschlechterten sich die Daten in jüngster Zeit. Lange Zeit wurden schlechte Wirtschaftsmeldungen in Zusammenhang mit baldigen Zinssenkungen positiv aufgenommen. Zuletzt quitierte der Markt die schlechteren Konjunkturdaten mit Kursabschlägen. So hält der Markt es für möglich, dass die positiven, monetären Zinsperspektiven der FED durch eine sich verschlechternde Wirtschaftsentwicklung in den USA als Folge abnehmender fiskalpolitischer Stimuli überkompensiert werden.

Als Anleger steht man vor der Herausforderung, diese kurzfristige Gefahr mit in seine Anlagestrategie einzuarbeiten. Historisch zeigt sich, dass US-Large Caps Unternehmen die stärkere Performance aufweisen, wenn die FED mit Zinssenkungen beginnt. Meistens senkt die US-Notenbank erst in einem späten Zyklus die Zinsen, wenn sich das nominale Wachstum schon verlangsamt hat. In einer solchen Marktphase wird für Large Caps und für die Big Cap Wachstumsaktien eine Art „Qualitäts-/Robustheitswachstumsprämie“ gezahlt. Deshalb bleiben für uns US-Large Caps aufgrund ihres stabilen Wachstums erste Wahl.

Die NVIDIA Aktie war der herausragende Wert im S&P 500 Index und stand allein für 4,63% der gesamten Performance von 15,61% im Jahr 2024. Die weiteren Index Mitglieder lieferten teils massiv konträre Performance-Entwicklungen. US-Aktien dürften aber mittelfristig von den branchenübergreifenden Investitionen in KI, von der Reindustrialisierung, den weiter sehr günstigen Standortbedingungen und der Entwicklung einer grüneren Wirtschaft profitieren. Unsere Präferenz für Qualitätswachstumswerte ist eng mit der Nachhaltigkeit des KI-Investitionszyklus verbunden, der

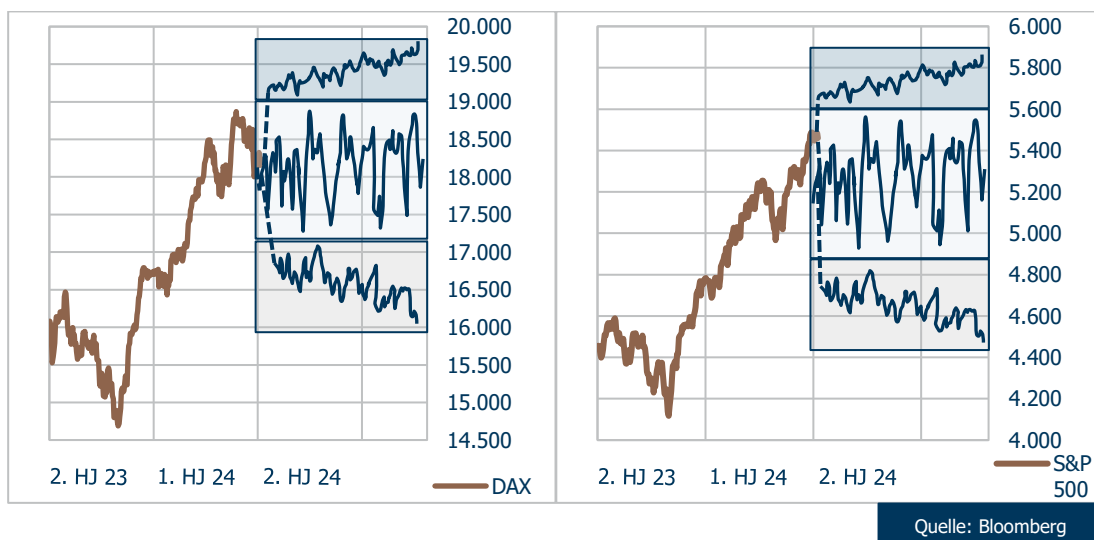
von Unternehmen profitiert, die neue KI-gestützte Tools integrieren, um Funktionen zu optimieren, Kosten zu senken und um letztlich den Mehrwert für ihre Kunden zu steigern. Der durch KI ausgelöste Investitionsboom ist real und führt zu einer starken Nachfrage nach Cloud-Diensten und hochmodernen Halbleitern. Eine weitere Branche, die indirekt vom enormen Wachstum dieser vielen Data-Center profitieren sollte, sind die VERSORGER Aktien. Analysten erwarten bis zu 40% mehr Stromverbrauch bis zum Jahr 2030 in Europa. Somit ergeben sich in diesem traditionell defensiven Sektor neben stabilen Dividenden auch ein jährliches Wachstumspotential im zweistelligen Prozentbereich.

Ebenfalls ein vielversprechendes Gewinnwachstum sehen wir weiter für Unternehmen in unserem Themenfeld „GESUNDHEIT“, mit den bekannten Diabetes- bzw. Abnehmspritzen-Herstellern. Die extreme Nachfrage ist ungebrochen. Diese Werte profitieren ebenfalls von der erläuterten Tatsache, dass in einer Welt eines temporär schwächeren Wirtschaftswachstums Werte favorisiert werden, die überdurchschnittliche Wachstumssteigerungen aufweisen.

Auch nicht zu vergessen sind die für beide Seiten des Atlantiks hohen Volumen an Aktienrückkäufen von Unternehmen, welche unter fundamentalen Gesichtspunkten die Gefahren auf der Unterseite für Aktienmärkte limitieren sollten. Die französischen Parlamentswahlen Ende Juni / Anfang Juli sehen wir als Chance für große qualitativ hochwertige französische Big-Cap Unternehmen mit internationaler Ausrichtung, die politisch weniger stark von wechselnden Mehrheiten im Parlament betroffen sein sollten. Somit setzt unsere Anlagestrategie weiter auf eine Kombination aus defensiven (Value-) Titeln und Mega-Cap-Wachstumsaktien, also einer „Barbell-Strategie“. Das damit verbundene Ziel besteht weiterhin darin, ein Gleichgewicht zwischen Risiko und Ertrag zu finden, besonders nach der guten Entwicklung in diesem Jahr.

4.2 Welche Erwartungen haben wir zum Jahresende?

Unter den oben beschriebenen Rahmenbedingungen ist es ambitioniert, einen Blick auf mögliche Jahresindexendstände zu wagen. Wir könnten uns jedoch vorstellen, dass die nächsten Monate ein schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risiko-Assets bereithalten. Gegen Jahresende und nach der US-Wahl, wenn mehr Klarheit für die (US-)Märkte besteht, halten wir weitere Kursanstiege für möglich. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% sehen wir einen DAX von über 17.200 und einen S&P 500 von über 4.900 Punkten zum Jahresende. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach eher begrenzt sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten sehr wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die eventuell schwierigen makroökonomischen Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



5. Anleihenmarkt

5.1 Inflationspfad bleibt der wesentliche Treiber der weiteren Zinsentwicklung

Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe entwickelte sich in den vergangenen Monaten in einem engeren Korridor rund um 2,5%. Das amerikanische Pendant bewegte sich in der Spanne zwischen 4,3% bis 4,7% ebenfalls seitwärts.

Die Zentralbanken erwiesen sich auch im 2. Quartal einmal mehr als wichtige Markttreiber. Die Schweizerische Nationalbank eröffnete den Zinssenkungszyklus überraschend bereits im März mit einer Zinssenkung und legte eine weitere im Juni nach. Die EZB dokumentierte vorerst ihre Unabhängigkeit von den USA und wagte im Juni ebenfalls eine Zinssenkung. Sowohl die FED als auch die EZB betonten einmal mehr, dass Ihre Zinspolitik weiter sehr datenabhängig getrieben sein wird. Der weitere Inflationsspfad spielt dabei eine zentrale Rolle. Dies zeigte sich beispielsweise dadurch, dass die EZB zwar im Juni wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte auf 3,75% (Einlagefazilität) senkte, aber Tage vorher angesichts eines unerwarteten Wiederanstiegs der EU-Inflation die erwartete Zinssenkung in soweit kommentierte, dass weitere Zinssenkungen nicht direkt vorprogrammiert seien und die zukünftigen Entscheidungen sehr datenabhängig getroffen würden. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer noch zwei Zinsschritte in Höhe von 0,25% für die Eurozone und in den USA.

Unter Umständen könnte die FED gezwungen sein, doch stärker den Leitzins zu senken, falls sich die Konjunktur im Laufe des 2. Halbjahres stärker abkühlen sollte. Die USA sind aktuell im Begriff, ihre derzeitige Rolle als Zugpferd des weltweiten Konjunkturaufschwungs einzubüßen. Das BIP-Wachstum für das 2. Quartal schwächte sich deutlich auf annualisiert 1,6% ab und auch der Arbeitsmarkt zeigt bereits erste Anzeichen einer Abkühlung. Auch scheinen die Rücklagen der Privathaushalte, die durch großzügige Fiskalausgaben vor und während der Pandemie aufgebaut wurden, weitestgehend aufgebraucht zu sein. Die jüngsten Daten zu den Einzelhandelsumsätzen – der Konsum steht für ca. 2/3 des US BIPs – zeigen bereits kaum nennenswerte Zuwächse. Dass zumindest ein sog. „Soft-Landing“ Szenario weiter intakt sein sollte, belegt der „Citi Economic Surprise Index“ für die USA. Dieser misst die „Überraschungen“, also die Differenz zwischen den tatsächlichen Veröffentlichungen und den Bloomberg-Umfragen verschiedener makroökonomischer Indikatoren. Ein negativer bzw. fallender Wert bedeutet, dass die Analystenerwartungen die Daten zu optimistisch einschätzen und die tatsächlichen Werte niedriger ausfallen. Der „Citi Economic Surprise Index“ für die USA ist in den letzten Monaten deutlich gefallen und notiert aktuell so tief, wie seit Sommer 2022 nicht mehr (siehe Grafik).

Citi Economic Surprise Index



Quelle: Bloomberg

Auch wenn für die Notenbanken die zukünftige Inflationsentwicklung der wichtigste Bestandteil der Zinspolitik bleiben wird, sollte sich bei einer sich abschwächenden Konjunkturentwicklung ausreichend Spielraum vorhanden sein, das Zinsniveau sukzessive nach unten zu bringen. Dies bedeutet Rückenwind für die Anleihemärkte. Ein Risikofaktor bleibt allerdings die Angebotsseite in Form von hohen Fiskalausgaben sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks. So wird bspw. die zu erwartende Hängepartie in Frankreich aufgrund der Neuwahlen ohne absolute Mehrheiten nicht dazu führen, dass das Defizit von aktuell 5,5% wieder in Richtung 3% (Maastricht Ziel) bewegt wird, sondern eher erhöht bleibt. Hinzu kommen weitere Belastungsfaktoren durch höhere Rüstungsausgaben. In den USA ist davon auszugehen, dass bei einem möglichen Wahlsieg von Trump die Fiskalausgaben ebenfalls weiter steigen werden.

Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass die Zinsen ihren Höhepunkt erreicht haben und in der Tendenz – wenn auch etwas langsamer als zu Jahresbeginn erwartet – im Laufe des Jahres sinken sollten. Eine erhöhte Portfolioduration von ca. 5 - 6 Jahren stellt in diesem Kontext eine attraktive Anlagestrategie dar.

5.2 Unternehmensanleihen: Ruhiges Fahrwasser in den letzten drei Monaten

Wenig Bewegung war im Bereich der Unternehmensanleihen zu beobachten. Sowohl die Anleihekurse als auch die Risikoaufschläge (Credit-Spreads) der EUR-Unternehmensanleihen bewegten sich nur geringfügig in einem schmalen Korridor.

Von der Angebotsseite für Unternehmensanleihen guter Bonitäten (IG) hat man für 2024 zwar mit einem Anstieg gegenüber Vorjahr gerechnet, allerdings wurden die Prognosen im ersten Halbjahr bereits übertroffen und liegen zur Jahresmitte mit 232 Mrd. EUR (Vorjahr 178 Mrd.) deutlich höher als in den letzten vier Jahren. Das hohe Angebot trifft weiter auf eine robuste Nachfrage und einige Emittenten sind bereit großzügige „Neuemissionsprämien“ in Form von attraktiveren Renditen versus von bereits am Markt notierten vergleichbaren Anleihen zu zahlen. Beispielhaft an dieser Stelle zu nennen sind die in den letzten Monaten begebenen Anleihen von PORSCHE, FRAPORT, GRENKE, HOCHTIEF und HEIDELBERG MATERIALS.

In den aktuell richtungslosen Marktphasen ist ein aktives „Bondpicking“ und Vereinnahmung der Neuemissionsprämie weiter ein Bestandteil zusätzlicher Renditequellen. Auch favorisieren wir weiterhin Nachranganleihen guter Emittenten mit kürzeren Kündigungssterminen gegenüber klassischen Hochzinsanleihen („Non-Investmentgrade“).

6. Währungen

An den Devisenmärkten gab es mit Ausnahme des Japanischen Yen's kaum Schwankungen. Die weitere Abschwächung des Yen's gegenüber dem US-Dollar und Euro mit Notierungen auf den tiefsten Werten seit Mitte der Achtziger Jahre rief die Bank of Japan (BoJ) auf den Plan, erstmals seit 2022 wieder am Devisenmarkt zu intervenieren. Mit massiven Käufen der eigenen Währung versuchte man die Abschwächung der eigenen Währung einzudämmen, was aber nur bedingt gelang.

Das Währungspaar EUR/USD pendelte im abgelaufenen Quartal zwischen 1,06 und 1,09 und lag per Ende Juni bei 1,0713 EUR/USD. Einengende Zinsdifferenzen zwischen der EU-Zone und den USA beflügelten den Euro zwischenzeitlich. Allerdings schwächte sich der Euro nach der Europawahl und der damit einhergehenden Unsicherheit wieder ab. Politische Einflüsse sollten aber nur einen temporären Effekt auf die Währungsentwicklungen haben und die transatlantische Zinsdifferenz dürfte im Laufe des zweiten Halbjahres wieder stärker in den Fokus rücken. Bis Jahresende bleibt unsere etablierte Handelsspanne von 1,05 – 1,15 EUR/USD in unseren Prognosen intakt, wobei die Wahrscheinlichkeit von 1,15 EUR/USD als leicht höher einzustufen ist.

7. Gold

GOLD setzte seine positive Entwicklung im 2. Quartal fort und erreichte neue Jahreshöchstwerte von zwischenzeitlich über 2.400 USD pro Feinunze. Die weiter anhaltenden geopolitischen Spannungen aber auch die niedrigeren Realzinsen waren dominierende Treiber des Goldpreisanstieges. Ein Sondereffekt und besonderer Rückenwind resultiert weiterhin aus der Neuallokation vieler Notenbanken, die ihre Devisenreserven unabhängiger anlegen möchten. In einer sich verstärkenden bipolaren Welt gibt es den Trend zu weniger US-Abhängigkeit. Kurzfristig deuten allerdings die sehr positiven Stimmungsindikatoren auf eine überkaufte Situation hin. So liegen die Terminkäufe auf einem Jahreshoch und auch Privatanleger sind sehr optimistisch auf Gold. Zudem hat auch die chinesische Zentralbank ihre Käufe gestoppt. Für uns ist und bleibt Gold aber kein kurzfristiges, spekulatives Instrument, sondern ein Basisbestandteil eines diversifizierten Depots. Mittelfristig sehen wir weiter Aufwärtspotential mit Zielen von deutlich über 2.500 USD pro Feinunze.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.