



Konjunktur und Strategie

11. Juli 2024

Die Welt im Umbruch: Was bedeutet das für den Kapitalmarkt?

Die aktuellen Entwicklungen in vielen Ländern der Welt sind nichts für schwache Nerven. In einer großen Zahl westlicher Demokratien sind populistische, teils sogar extremistische Parteien auf dem Vormarsch. Es hat ein wenig den Eindruck, als wenn viele Demokratien gerade eine veritable Krise durchleben. Das gilt nicht nur für die USA – auch die Wahlen in Frankreich zeigen, dass eine Regierungsbildung mit Politikern aus der politischen Mitte immer schwieriger zu werden scheint. Selbst die NATO als westliches Verteidigungsbündnis durchlebt schwere Zeiten. Zwar wurde gerade erst mit viel Glanz und Gloria das 75jährige NATO-Jubiläum gefeiert; das kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Verteidigungsfähigkeit dieses Bündnisses ernsthaft in Frage zu stellen ist. Gleichzeitig entwickelt sich die Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit immer mehr zum autokratischen Gegenstück zur westlichen Welt. China als Kernland der Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit hat sich in den letzten Jahren geopolitisch komplett neu orientiert. Die Zeit der Kooperation und des uneingeschränkten Handels scheint vorbei zu sein.

China richtet sich zunehmend nach der Devise aus, von der Welt unabhängig sein zu können, die Welt aber von sich abhängig zu machen. Für Unternehmen, die einen großen Teil ihres Umsatzes und Gewinns in China erzielen, sind das keine guten Nachrichten. Es steht zu befürchten, dass diese Erkenntnis bei vielen Unternehmen sogar noch gar nicht richtig angekommen ist – so wie auch die Tatsache, dass China mit Großprojekten chinesischer Big-Tech-Unternehmen die digitale Infrastruktur des globalen Südens gerade zu einem gewissen Grad neu

erfindet und damit technische Standards, Geschäftsbeziehungen und insbesondere Abhängigkeiten etabliert, von denen China (und eben nicht die westliche Welt) in den kommenden Jahrzehnten dramatisch profitieren wird.

Es wäre verwunderlich, wenn diese tektonischen Verschiebungen mehr oder weniger geräuschlos an den Kapitalmärkten vorbeiziehen würden. Vordergründig ließe sich vermuten, dass die erhöhten geopolitischen Anspannungen, der Krieg in der Ukraine, die steigende Staatsverschuldung in sehr vielen Ländern, die Krise demokratischer Strukturen und vergleichsweise hohe Energiepreise eine Belastung für Kapitalmärkte sein müssten. Auf den ersten Blick ist das jedoch nicht der Fall – diverse Aktienindizes bewegen sich in der Nähe historischer Höchststände. Das verwundert umso mehr, als dass die überraschend positive Entwicklung an den Aktienmärkten seit Ende 2022 mit einer schleppenden konjunkturellen Entwicklung und steigenden Zinsen einherging. Hier passt nicht mehr viel zusammen, wenn man mit klassischen Denkmustern arbeitet. Ist der Markt so abgebrüht, dass er schlechte Nachrichten nicht mehr sinnvoll verarbeiten kann? Oder will uns die Wertentwicklung eine ganz andere Geschichte erzählen?

Um diesem Rätsel auf die Spur zu kommen, ist es zielführend, sich die Wertentwicklung von westlichen Aktienmärkten seit Beginn des Ukraine-Krieges am 24.2.2022 genauer vor Augen zu führen. Schließlich dürfte der Beginn des Krieges als Wendepunkt gesehen werden, auch wenn natürlich de facto Entwicklungen immer graduell verlaufen und es nie den einen Kipppunkt gibt, ab dem alles anders funktioniert.

Da man aber für eine solche Analyse ein Startdatum benötigt, scheint der Beginn des Krieges nicht ganz unplau-

Konjunktur und Strategie

sibel gewählt zu sein. Seit Beginn des Krieges ist ein Aktienportfolio (bestehend aus 50% S&P 500 und 50% Stoxx 600) um 31% angestiegen. Die Aktien in den beiden Indizes hatten im Median in diesem Zeitraum aber nur eine Wertentwicklung von 15%. Das ist ein Hinweis darauf, dass die Marktbreite eingeschränkt ist.

Aktien mit der besten Performance seit Beginn des Ukraine-Krieges (USA und Europa)

Unternehmen	Perf.	Sektor
SUPER MICRO COMPUTER	2187%	Computer Hardware
ZEALAND PHARMA	852%	Biotechnology
RHEINMETALL	482%	Defense
NVIDIA	457%	Semiconductors
CONSTELLATION ENERGY	387%	Conv. Electricity
SAAB B	386%	Aerospace
VISTRA	355%	Conv. Electricity
ELI LILLY	297%	Pharmaceuticals
ROLLS-ROYCE HOLDINGS	290%	Aerospace
FRONTLINE	265%	Marine Transportation
LEONARDO	264%	Defense
SUBSEA 7	251%	Oil Equipment & Svs
KONGSBERG GRUPPEN	244%	Divers. Industrials
FIRST SOLAR	228%	Renewable Energy Eq.
MUNTERS GROUP	226%	Bldg: Climate Control
BROADCOM	218%	Semiconductors
DECKERS OUTDOOR	217%	Footwear
FAIR ISAAC	215%	Prof. Business Support
NOVO NORDISK 'B'	207%	Pharmaceuticals
UNICREDIT	199%	Banks
BPER BANCA	195%	Banks
ARISTA NETWORKS	190%	Telecom. Equipment
GE AEROSPACE	185%	Aerospace
INPOST	178%	Delivery Services
FUGRO	166%	Eng. & Contract Svs
ASM INTERNATIONAL	166%	Prod. Tech. Equipment
HEMNET GROUP	164%	Real Estate Services
MYCRONIC	164%	Prod. Tech. Equipment
META PLATFORMS A	158%	Consumer Digital Svs
BE SEMICONDUCTOR INDU	157%	Semiconductors
KLA	151%	Prod. Tech. Equipment
QUANTA SERVICES	151%	Eng. & Contract Svs
NKT	149%	Electrical Components
3I GROUP	145%	Closed End Invest.
IRON MOUNTAIN	141%	Other Specialty REITs
CROWDSTRIKE HOLDINGS	134%	Software
HOWMET AEROSPACE	134%	Aerospace
CADENCE DESIGN SYS.	134%	Software
UNIPOL GRUPPO FINANZIA	133%	Full Line Insurance
AXON ENTERPRISE	132%	Defense

Wie sich zeigt, finden sich in der obigen Zusammenstellung der Aktien mit der besten Wertentwicklung seit Beginn des Krieges vor allem Aktien aus den Bereichen Technologie, Pharma, Verteidigung (inkl. Luft- und Raumfahrt), sowie einige Dienstleistungen. Bei den Top-

Performern findet man dagegen so gut wie keinen Wert, der einen konjunktursensitiven Bezug hat. Auch eine Sektorauswertung mit einer sehr granularen und daher sehr treffgenauen Betrachtung der Sektoren (146 verschiedene Sektoren) zeigt auf, dass unter den gut performenden Sektoren seit Kriegsbeginn fast keine Sektoren mit einem zyklischen Bezug zu finden sind.

Diese Entwicklung dürfte auch erklären, warum zuletzt klassische rein konjunkturdatengestützte Ansätze suboptimale Ergebnisse gebracht haben, wenn man nach ihnen eine Selektion und auch eine taktische Steuerung vorgenommen hätte. Es sieht ein wenig so aus, als wenn der Markt in einen anderen Modus übergegangen wäre und damit in gewisser Weise einen Regimewechsel vorgenommen hat. Der Kapitalmarkt scheint damit u.U. eine neue Welt zu antizipieren, in der vor allem Unternehmen in den Fokus geraten, die auf eine sehr lange Sicht von Megatrends profitieren sollten, die weitgehend losgelöst von kurzfristigen Verwerfungen sind. Hier spielen Bewertungen und auch kurzfristige Schwankungen der Auslastungsgrades von Volkswirtschaften nur noch eine untergeordnete Rolle.

Viel wichtiger wird dagegen die Frage, was ein Unternehmen trotz (!) all dieser multiplen Krisen an Umsätzen und Gewinnen erzielen kann. Und da überrascht es eben nicht, dass Unternehmen aus den Sektoren Technologie und Software (Stichwort KI), Pharma (Stichwort Fettleibigkeit), Verteidigung und Luftfahrt/Raumfahrt (Stichwort geopolitische Anspannungen) oder Stromproduktion / Stromnetztechnik (Stichwort steigende Nachfrage nach Strom durch Elektromobilität, Wärmepumpen, Wasserstoff etc.) weit vorne liegen. Das sind genau die Bereiche, die von innenpolitischen, geopolitischen, konjunkturellen oder auch geldpolitischen Verwerfungen entweder kaum betroffen sind oder aber sogar davon profitieren. So gesehen war die Entwicklung der Aktienmärkte in den letzten Jahren, die von vielen Beobachtern oftmals als etwas irrational eingestuft wurde, möglicherweise gar nicht so irrational wie vermutet.

Was lässt sich daraus ableiten? Wenn man die Arbeitshypothese vertritt, dass sich der (geo-) politische Trend der letzten beiden Jahre noch viele Jahre fortsetzen wird, dann dürften auch Märkte weiter so funktionieren wie zuletzt zu beobachten. Natürlich wird es dabei immer neue Favoriten auf Einzeltitelebene geben – sektoral spricht aber recht viel dafür, dass die sektoralen Favoriten von heute auch die Favoriten von morgen sein werden.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.07.2024	28.06.2024	04.06.2024	04.04.2024	04.07.2023	29.12.2023
Aktienmärkte	17,28	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	39808	1,8%	2,8%	3,1%	15,7%	5,6%
S&P 500	5657	3,6%	6,9%	9,9%	27,0%	18,6%
Nasdaq	18405	3,8%	9,2%	14,7%	33,2%	22,6%
Russell 2000	2122	3,6%	4,3%	3,3%	11,9%	4,7%
DAX	18540	1,7%	0,7%	0,7%	15,6%	10,7%
MDAX	25759	2,3%	-3,8%	-5,5%	-7,4%	-5,1%
TecDAX	3395	2,0%	1,1%	-0,5%	6,6%	1,7%
EuroStoxx 50	4984	1,8%	0,6%	-1,7%	13,5%	10,2%
Stoxx 50	4534	0,9%	1,2%	2,8%	13,7%	10,8%
Nikkei 225	42224	6,7%	8,7%	6,2%	26,3%	26,2%
MSCI Welt	3614	2,9%	4,6%	6,7%	21,6%	14,0%
MSCI Welt SRI	3378	1,9%	3,8%	-5,2%	15,0%	8,5%
MSCI Emerging Markets	1111	2,3%	5,6%	6,0%	10,2%	8,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	131,30	-32	90	-144	-176	-592
Bobl-Future	116,52	8	2	-148	110	-276
Schatz-Future	105,72	2	61	6	94	-83
3 Monats Euribor	3,70	5	-21	-21	9	-18
3M Euribor Future, Dez 2024	3,32	2	-2	27	-16	102
3 Monats \$ Libor	5,58	-1	-2	1	5	-2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,84	-14	-13	16	60	101
10-jährige US Treasuries	4,18	-19	-16	-12	32	31
10-jährige Bunds	2,47	1	-5	13	2	47
10-jährige Staatsanl. Japan	1,08	5	6	33	71	46
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,59	5	-26	-11	-33	-10
IBOXX AA, €	3,48	1	2	22	-27	41
IBOXX BBB, €	4,01	-1	0	19	-63	26
ML US High Yield	8,11	9	3	10	-49	32
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	85,64	-0,9%	10,4%	-4,0%	12,4%	10,2%
Gold	2422,03	4,1%	4,1%	5,7%	25,7%	17,3%
Silber	30,59	4,5%	3,4%	12,8%	34,4%	26,1%
Kupfer	9734,08	2,9%	-0,9%	5,3%	16,6%	15,0%
Eisenerz	108,74	2,1%	1,0%	8,9%	-1,9%	-20,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1939	-5,4%	6,9%	16,2%	85,7%	-7,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0868	1,5%	0,0%	0,1%	-0,2%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8412	-0,8%	-1,2%	-1,9%	-1,8%	-2,9%
EUR/ JPY	172,32	0,2%	2,4%	4,6%	9,5%	10,2%
EUR/ CHF	0,9714	0,8%	0,1%	-1,3%	-0,5%	4,9%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.