



# Künstliche Intelligenz als Kurstreiber

Kapitalmarktbericht zum 30. Juni 2023



**BANKHAUS BAUER**  
PRIVATBANK

# RÜCKBLICK



Unser letzter Kapitalmarktbericht vom 31. Dezember trug den Titel „It’s always darkest before the dawn“. Der Tiefpunkt lag demnach wirtschaftlich, politisch und kapitalmarktseitig hinter uns; es schien Licht am Ende des Tunnels. Ein halbes Jahr später stellt sich damit zwangsläufig die Frage: Wie treffend war die These zum damaligen Zeitpunkt?

Konjunkturell können die ersten sechs Monate mit „schwach, jedoch besser als befürchtet“ zusammengefasst werden. Die Wintermonate konnten ohne Energieengpässe bewältigt werden, was gerade in Europa für Erleichterung sorgte. Der private Konsum zeigte sich sowohl in Europa als auch in den USA erstaunlich robust. Die Öffnung Chinas nach den flächendeckenden Covid-Lock-Downs im vergangenen Jahr stützte die Weltwirtschaft zusätzlich, wenngleich die Konjunkturdaten zuletzt signalisierten, dass die Erholung nicht so dynamisch und nachhaltig verläuft wie erhofft. Obwohl wir in der ersten Jahreshälfte also sicherlich keine konjunkturelle Hochphase durchlebten, kamen wir mit Blick auf die inflationären und geldpolitischen Belastungsfaktoren – zumindest bislang – konjunkturell doch mit einem „blauen Auge“ davon. Diese Entwicklung spiegelte sich auch in den Unternehmenszahlen wider: Nicht nur zeigten sich die Geschäfte zu Jahresbeginn robuster als befürchtet, auch die Prognosen für das laufende Jahr deuten zwar auf eine leichte Delle, jedoch nicht auf eine schwere wirtschaftliche Krise hin.

Die politische Entwicklung im ersten Halbjahr kann ähnlich zusammengefasst werden. Der Krieg in der Ukraine tobt weiter, eine deutliche Eskalation (Ausweitung auf NATO-Territorium, Einsatz von Nuklearwaffen) blieb uns zumindest bislang erspart. Der Putsch-Versuch der Wagner-Truppen in Russland vor einigen Tagen erhöhte jedoch nochmal die Unsicherheit und verdeutlichte, wie fragil die Situation in

Osteuropa bleibt. Ferner verfolgte die chinesische Regierung weiter ihre Droh-Politik gegenüber Taiwan, verschärfte diese allerdings nicht zusätzlich.

Die Geldpolitik der EZB und der US-Fed bewegte sich im Rahmen der durch die Notenbanker gegebenen Projektionen. Demnach wurden die Zinsen im Jahresverlauf weiter erhöht und befinden sich mittlerweile vermutlich nahe der in diesem Zinszyklus zu erwartenden Höchstsätze. Zuletzt unterstrichen sowohl US-Fed als auch EZB ihre Entschlossenheit im Kampf gegen die Inflation. Die Erwartungen der Investoren haben sich mittlerweile weitestgehend den Prognosen der Notenbanken angepasst. Während viele institutionelle Anleger bis vor einigen Wochen für die USA noch Zinssenkungen im Jahresverlauf erwartet haben, wurden diese mittlerweile weitestgehend auf das nächste Jahr verschoben. Während die Zinserhöhungspfade der Notenbanken mit Blick auf die anhaltend hohe Inflation nachvollziehbar erscheinen, zeigten sich im ersten Halbjahr vermehrt die Risiken der Politik. So sorgten die höheren Zinsen in den USA zeitweise für einen „ausgetrockneten“ Markt bei Immobilienfinanzierungen und gleichzeitig hohe Buchverluste auf die im Bestand der Finanzinstitute befindlichen Wertpapiere. Im Fall einiger Banken führte dieses Zusammenspiel zu hohen Verlusten, wenn Bestände notverkauft werden mussten, und im Fall einzelner Regionalbanken zu Nahe-Insolvenzen, welche nur durch Übernahmen verhindert werden konnten.

Die Aktienmärkte in den USA und Europa konnten sich durch ein sehr erfolgreiches erstes Halbjahr auszeichnen. Die führenden Leitindizes dies- und jenseits des Atlantiks verzeichneten zweistellige Kursgewinne. Gerade im Hinblick auf die zuvor beschriebenen wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen –

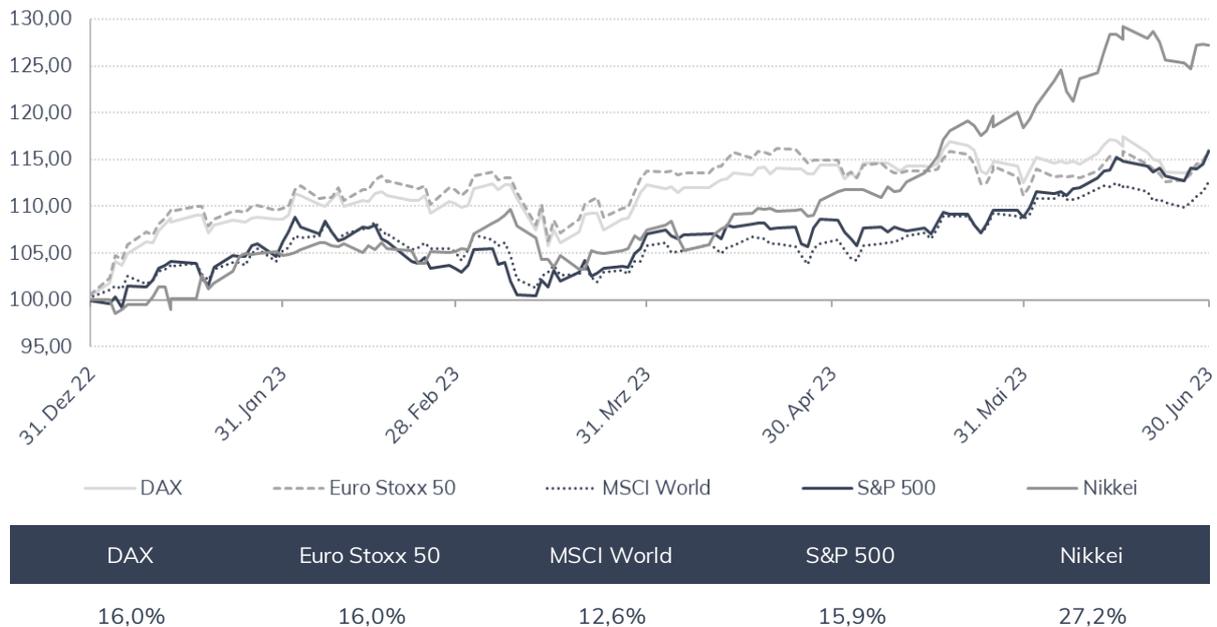


Abbildung 1: Wertentwicklung ausgewählter Leitindizes 01.01.2023 – 30.06.2023 in lokalen Währungen, MSCI World in EUR (Quelle: Refinitiv)

im besten Fall „weniger schlimm als erwartet“ – ist diese Entwicklung durchaus etwas überraschend. Der hauptsächliche Kurstreiber in Europa war die erstaunlich robuste Konjunktur in den Wintermonaten. Aus Angst vor Energieengpässen und einer dadurch entstehenden schweren Rezession floss im Herbst letzten Jahres enorm viel Kapital aus Europa ab, welches zurückkehrte (und die Kurse entsprechend stützte), als die wirtschaftliche Angst vor dem „Worst Case“ abnahm. Unterstützt wird diese These durch die deutlich bessere Kursentwicklung in Europa im Vergleich zum amerikanischen Aktienmarkt im ersten Quartal, damals zudem gepaart mit einem, gegenüber dem US-Dollar, starken Euro.

In den USA fanden wir eine etwas andere Situation vor. Zwar konnte auch der S&P 500 seit Jahresbeginn 15,9 % hinzugewinnen und den im ersten Quartal teils deutlichen Abstand zu den europäischen Indizes im zweiten Quartal egalisieren, jedoch verschleiert der Blick auf den Index die extreme Divergenz der Kursentwicklungen verschiedener Sektoren. So können die Kursgewinne innerhalb des Index nahezu vollständig auf den Technologiesektor, und hier auf wenige Titel, zurückgeführt werden. Der Hype rund um das Thema künstliche Intelligenz führte zu signifikanten Anstiegen

bei allen Unternehmen, welche von den Investoren als Profiteure auserkoren wurden. Einmal mehr gelten dabei die großen US-Tech-Unternehmen als die größten Gewinner dieser Entwicklung, weil sie aufgrund ihrer immensen Datenmengen einen signifikanten Wettbewerbsvorteil haben dürften und zudem die notwendige Infrastruktur bieten (Chips und Datacenter). Konkret bedeutet dies: Ohne die „glorreichen Sieben“ – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA und Tesla – würde der S&P 500 seit Jahresbeginn lediglich ein Plus von 4,8 % ausweisen.

Global konnten neben dem Technologiesektor zudem einzig zyklische Konsumgüter- und Industrieunternehmen durchschnittlich ein wirklich nennenswertes Kursplus erzielen.

Erwähnenswert ist zudem, dass die im ersten Halbjahr zu beobachtenden Kursanstiege der Leitindizes kaum von Schwankungen begleitet wurden. Lediglich im März, im Zuge der eskalierenden Bankenkrise und der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS, sanken die Aktienmärkte insgesamt einige Tage deutlich ab, bevor sie sich anschließend ebenso schnell wieder erholten. Davon abgesehen wurde gefühlt jeder schwache Handelstag als Kaufgelegenheit wahrgenommen.

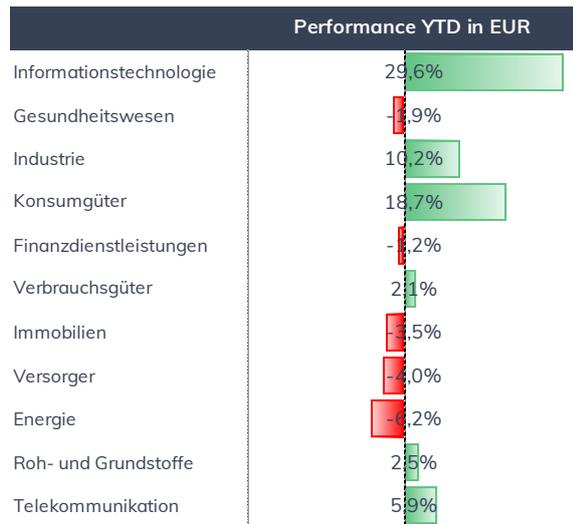


Abbildung 2: Sektorentwicklung global, 1. Januar 2023 - 30. Juni 2023 (dargestellt über Refinitiv Global Price Index, Quelle: Refinitiv)

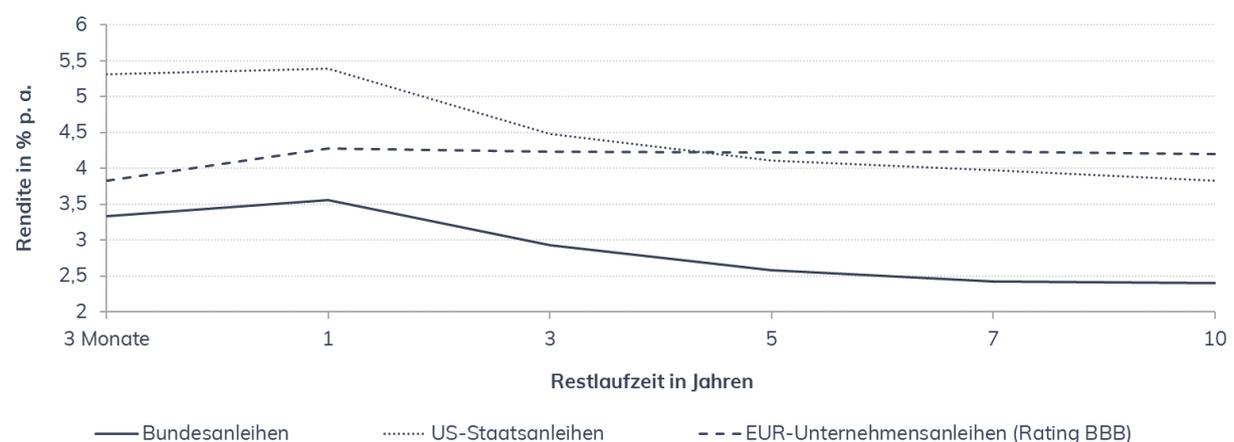
Noch besser als die europäischen und amerikanischen Indizes entwickelte sich der japanische Aktienmarkt, welcher durch die expansive Geldpolitik der dortigen Notenbank getrieben wurde. Der extreme Kursanstieg wird – zumindest für Euro-Investoren – allerdings durch einen signifikanten Währungsverlust des Yens gegenüber dem Euro relativiert (12,2 %).

Interessant ist der Anstieg der globalen Aktienmärkte auch mit Blick auf die vermeintliche Stimmung und Positionierung der Investoren.

Bis auf wenige Ausnahmen zeigen die meisten Auswertungen eine hohe Skepsis und entsprechend defensive Positionierung unter den institutionellen Anlegern. Hohe Liquiditäts- und Absicherungspositionen begleiteten die Kursanstiege in den ersten Monaten, ganz nach dem Motto „climbing the walls of worry“.

Die Entwicklung am Anleihemarkt verlief – vor allem im Vergleich zum historisch negativen Jahr 2022 – sehr stabil. Nennenswerte Kurschwankungen waren nur bei amerikanischen Staatsanleihen im Zuge der Verhandlungen über die Anhebung der Schuldenobergrenze zu beobachten. Während die zeitweise drohende Zahlungsunfähigkeit der USA an den Aktienmärkten kaum Spuren hinterließ, schossen die Renditen kurzlaufender US-Staatsanleihen zwischenzeitlich deutlich in die Höhe.

Während Schwankungen an den Anleihemärkten in den ersten sechs Monaten kaum zu beobachten waren, ist der Verlauf der Zinskurven in Europa und den USA bemerkenswert. So liegt sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks derzeit eine inverse Zinsstruktur vor; die Renditen langlaufender Anleihen sind somit geringer als jene von Titeln mit kurzer Laufzeit. In der Vergangenheit war dies oftmals ein Indikator für eine drohende Rezession.



Restlaufzeit in Jahren	1	3	5	7	10
Bundesanleihen	3,6 % p. a.	2,9 % p. a.	2,6 % p. a.	2,4 % p. a.	2,4 % p. a.
US-Staatsanleihen	5,4 % p. a.	4,5 % p. a.	4,1 % p. a.	4,0 % p. a.	3,8 % p. a.
EUR-Unternehmensanleihen (Rating BBB)	4,3 % p. a.	4,2 % p. a.			

Abbildung 3: Renditen von Bundesanleihen, US-Staatsanleihen und EUR-Unternehmensanleihen mit Rating BBB und verschiedenen Laufzeiten per 30.06.2023 (Quelle: Refinitiv)

### *Unser Handeln, unsere Ergebnisse*

Mit den Ergebnissen in unseren Mandaten im ersten Halbjahr sind wir zufrieden. Vor allem unsere (seit jeher) hohe Positionierung im Bereich Technologie und hier in den Sparten Big Tech sowie Halbleiterausüstern – beide Profiteure des KI-Booms – hat uns deutliche Wertzuwächse beschert. Der vollständige Verzicht auf Bankaktien, begründet u. a. in den Risiken des steilen Zinsanstiegs sowie der inversen Zinskurve, zahlte sich ebenfalls aus. Auch wenn es sich bei sechs Monaten um einen begrenzten Zeitraum handelt, hat es sich bewährt, an unserer Investmentphilosophie festgehalten zu haben, anstatt, entgegen unserer Überzeugung, auf die „fahrenden Züge“ des letzten Jahres (z. B. Energie und Banken) aufzuspringen.

Unsere Ergebnisse sind umso erfreulicher auf risikoadjustierter Basis zu betrachten. Seit Ende Februar haben wir uns sukzessive defensiver positioniert. Natürlich haben die zum Einsatz gekommenen Absicherungsinstrumente die Wertentwicklung bis dato etwas geschmälert, in Relation zur Gesamrendite und in Anbetracht der (weiterhin vorliegenden) Risikofaktoren erscheint uns der Einsatz der Instrumente auch retrospektiv als vollkommen vertretbar und sinnvoll.

Ferner zeigte sich beispielsweise im März beim temporären Rückschlag durch die vermeidliche Credit-Suisse-Insolvenz, wie schnell eine der bekannten Gefahren eskalieren kann und welchen Nutzen Absicherungsgeschäfte in einem solchen Szenario haben: Damals mussten wir nur sehr marginale Verluste verzeichnen. Die Kombination aus vergleichsweise geringer „Versicherungsprämie“ und gleichzeitiger Absicherung substanzieller Teile des Portfolios lässt uns auch optimistisch nach vorne blicken.

Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere fokussierten wir uns im ersten Halbjahr aufgrund der inversen Zinskurve weiter auf Unternehmensanleihen mit kurzer bis mittlerer Laufzeit. Hierdurch erreichten wir neben einer höheren Rendite auch eine größere Flexibilität als bei langfristigen Titeln.

# AUSBLICK



Zahlreiche Experten waren bereits zu Jahresbeginn skeptisch in Bezug auf die Entwicklung von Konjunktur und Aktienmärkten in diesem Jahr. Nach den deutlichen Anstiegen im ersten Halbjahr stellt sich somit umso mehr die Frage: Liegen diese Experten falsch oder steht uns der nächste Crash an den globalen Aktienmärkten bevor? Selten waren die Meinungen zu dieser Frage so unterschiedlich wie aktuell.

Grundsätzlich sehen wir das weitere Kurspotenzial der westlichen Aktienindizes kurzfristig als begrenzt an; ein gewisses „Durchatmen“ wäre durchaus zu begrüßen. Eine anhaltende Kursschwäche oder sogar einen deutlichen Crash erwarten wir derzeit hingegen nicht. Diese Meinung fußt auf verschiedenen Argumenten.

1. *Im zweiten Halbjahr dürfte sich der Fokus der Investoren zunehmend auf das Jahr 2024 richten.*

Der Blick auf das kommende Jahr sollte einhergehen mit einem Rückgang der Inflation, potenziellen Zinssenkungen im Jahresverlauf (vor allem in den USA) sowie sukzessive wieder besseren konjunkturellen Perspektiven. All dies würde kursstützend wirken.

2. *Die hohe Skepsis und defensive Positionierung unter den Investoren sollte Kurschwächen in Dauer und Umfang begrenzen.*

Zahlreiche Investoren konnten aufgrund ihrer Skepsis und der daraus folgenden defensiven Positionierung von den Kursanstiegen im ersten Halbjahr nur sehr bedingt profitieren. Das „trockene Pulver“ dürfte bei temporären Kurschwächen jedoch recht schnell investiert werden, um die nächste Rallye nicht erneut zu verpassen.

3. *Die Kursanstiege von „Big Tech“ in den USA sollten in Relation gesehen werden.*

Dieses Argument gilt in zweierlei Hinsicht: Zum einen konnten die großen Technologiekonzerne rund um Alphabet, Microsoft und Co. seit Jahresbeginn zwar signifikante Kursgewinne verbuchen - unter Berücksichtigung der letztjährigen Kursrückgänge relativieren sich diese jedoch erheblich. Mit anderen Worten: Wenn eine Aktie in einem Jahr 50 % verliert und im nächsten 100 % gewinnt, notiert sie letztendlich lediglich wieder auf dem Ausgangslevel. In der Tat handeln beispielsweise Alphabet und Amazon weiterhin deutlich unter ihren Allzeithochs, obwohl ihr hochprofitables und stark wachsendes Geschäft vom KI-Boom zusätzlichen Rückenwind erfährt. Natürlich lässt sich nun debattieren, ob erstens die Allzeithochs, damals wie heute, gerechtfertigt waren/sind und ob zweitens die KI-Welle nicht eine gewisse Übertreibung zeigt. Letztlich hilft zur Beantwortung dieser Frage wie immer nur der Blick auf die Entwicklung einzelner Unternehmensgewinne und -bewertungen. Hier zeigt sich: Manch eine Aktie spiegelt sicherlich schon eine sehr positive Perspektive wider, andere jedoch weniger. Insofern sollte die Rallye bei Technologiewerten differenziert betrachtet werden.

Der andere Aspekt unseres dritten Arguments ist die bislang fehlende sogenannte Marktbreite. Wenn ein Großteil der Gewinne im S&P 500 auf wenige Titel zurückzuführen ist, bedeutet dies im Umkehrschluss eben auch, dass sich die überwiegende Mehrheit noch nicht von den heftigen Kursrückgängen im vergangenen Jahr erholt hat. Daher bieten sich langfristig teils immer noch attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Mit anderen Worten: Ohne die „KI-Rallye“ bei wenigen Unternehmen würden die US-Aktienmärkte weiterhin deutlich unter ihren Kursniveaus von Ende 2021 handeln. Natürlich ist dies vor dem Hintergrund der hohen Inflation und der daraus gefolgt Zinserhöhungen sowie der konjunkturellen Schwächephase

nicht ganz ungerechtfertigt. Da wir uns jedoch vor allem in den USA dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähern, dürften im nächsten Jahr sukzessive Zinssenkungen auf den Plan treten. Diese dürften konjunkturstützend wirken und zudem die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen wieder erhöhen.

Regional erwarten wir mittelfristig wieder eine relative Stärke der amerikanischen Aktienindizes gegenüber ihren europäischen Pendanten. Dies ist vor allem begründet in den strukturell deutlich besseren Voraussetzungen der amerikanischen Wirtschaft. Sektoral sehen wir derzeit keinen Grund für maßgebliche Veränderungen. Zwar haben wir unsere Positionierung im Technologiesektor in den letzten Wochen etwas reduziert, um aufgelaufene Gewinne teils zu sichern oder im Einzelfall hohen Unternehmensbewertungen Rechnung zu tragen. Dennoch bleibt der Sektor nicht zuletzt aufgrund der oben genannten Themen aussichtsreich und somit bei uns am stärksten gewichtet. Der Gesundheitssektor, im vergangenen Halbjahr am Aktienmarkt mit einer schwachen Entwicklung, weist ebenfalls positive Perspektiven auf und bleibt deshalb ein wesentliches Investitionsfeld in unseren Portfolien.

Sektorunabhängig erscheint uns die Preissetzungsmacht der Unternehmen maßgeblich. Da wir auch in den nächsten ein bis zwei Jahren mit einer Inflation über den Zielwerten der Notenbanken rechnen, ist es für die zukünftige Gewinnentwicklung umso wichtiger, dass die Unternehmen die höheren Kosten auch an ihre Kunden weitergeben können.

Als größte Risikofaktoren für unser Hauptszenario sehen wir neben den politischen Risiken vor allem eine schwächer als erwartete Konjunkturentwicklung in den nächsten Monaten. Dabei gilt zu betonen, dass eine gewisse Schwäche sowohl in den USA als auch in Europa bereits eingepreist sein sollte. Negativ für die Aktienmärkte wäre damit lediglich, falls die Entwicklung noch schwächer ausfallen würde.

Die im ersten Halbjahr aufgekommene Bankenkrise in den USA könnte auch in den

nächsten Monaten immer wieder neu aufflammen. Bislang rechnen wir jedoch nicht mit einem systemischen Problem, da notfalls geldpolitische Maßnahmen oder weitere Notübernahmen durch Großbanken eine nachhaltige Eskalation verhindern sollten.

Ein kurzfristiger Risikofaktor ist auch ein möglicher Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten. Nach der Anhebung der US-Schuldengrenze dürfte der Staat in den nächsten Wochen vermehrt neues Geld aufnehmen. Sollte dieses im Umkehrschluss aus dem Aktienmarkt fließen, dürfte die Entwicklung Kursrückgänge zur Folge haben. Wir betrachten dieses Szenario jedoch mittel- bis langfristig eher als Kaufgelegenheit.

Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere sehen wir uns mit dem Fokus auf Unternehmensanleihen mit kurzer bis mittlerer Laufzeit derzeit gut aufgestellt. Zwar sollten wir uns im Laufe des zweiten Halbjahres auch in Europa dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähern. Gleichzeitig sollte die Zinsstrukturkurve jedoch mittelfristig wieder einen steigenden Verlauf aufweisen. Während Zinssenkungen durch die Notenbank zu sinkenden Renditen bei Anleihen mit kurzen Laufzeiten führen würden, werden Titel mit langer Laufzeit maßgeblich von den langfristigen Zins- und Konjunkturerwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst. Eine Aufhellung der Konjunkturperspektiven hätte daher das Potenzial zu Renditeanstiegen bei Anleihen mit langer Laufzeit.