

Kapitalmarktbericht 1. Halbjahr 2024

KI



Flossbach von Storch

RÜCKBLICK

Der Kapitalmarktbericht zum ersten Quartal trug den Titel „Die Luft wird dünner“. Tatsächlich haben die meisten Aktien seither eine Verschnaufpause eingelegt, was sich allerdings nicht in den einschlägigen Indizes widerspiegelt, die von immer weniger Titeln auf neue Höchststände getrieben werden.

Die vom Boom um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) beflügelten sechs größten Indexaktien (Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet, Amazon und Meta) stiegen im zweiten Quartal um durchschnittlich 16 Prozent. Dies verhalf dem S&P 500 Index zu einem Plus von 3,9 Prozent, obwohl die durchschnittliche Performance aller Indextitel bei minus 3,1 Prozent lag (gemessen am S&P 500 Equal Weight Index). Ein ähnliches Bild zeigt sich beim MSCI World Index, der mit einem US-Anteil von gut 70 Prozent mittlerweile zu einem US-Aktienindex mit internationalem Anhängsel mutiert ist.

Damit hat sich die Entwicklung des ersten Quartals im zweiten Quartal fortgesetzt. Das Halbjahresergebnis des S&P 500 Index beträgt stolze 15,0 Prozent (inklusive Dividenden in US-Dollar) (vgl. Grafik 1), während die durchschnittliche Wertentwicklung der Indextitel nur bei 4,8 Prozent lag – damit ist sie genauso hoch wie beim altherwürdigen Dow Jones Index. Der MSCI World Index erreichte ein Halbjahresplus von 15,2 Prozent, obwohl die durchschnittliche Wertentwicklung der Aktien nur 5,8 Prozent betrug (jeweils in Euro und inklusive Dividenden).

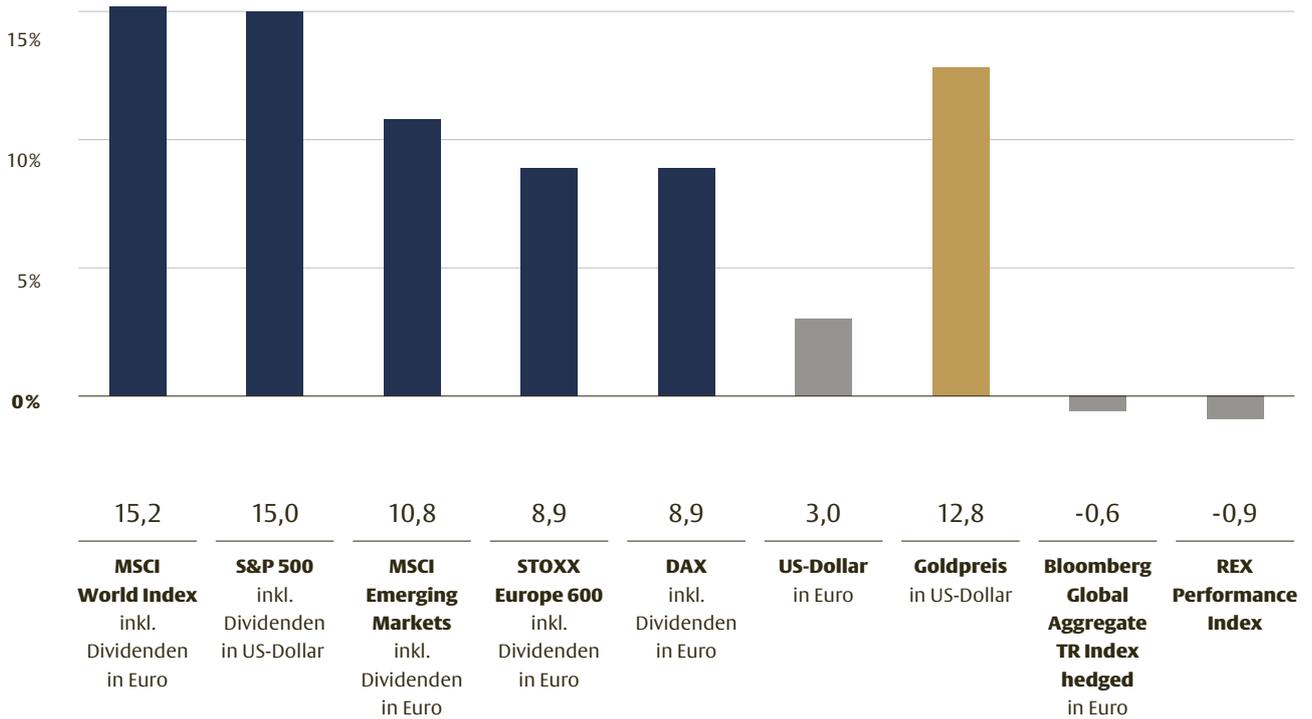
Wenn man einen historischen Börsenrekord des ersten Halbjahres herausheben möchte, ist es die Wertentwicklung des Halbleiterherstellers Nvidia. Der Börsenwert des Unternehmens, das wie kein anderes vom Boom um Künstliche Intelligenz profitiert, ist seit Jahresanfang um 1,8 auf

3,1 Billionen US-Dollar gestiegen. Damit entfällt mehr als ein Viertel des gesamten Wertzuwachses des S&P 500 Index auf dieses eine Unternehmen.

Für Anleiheinvestoren war das erste Halbjahr ernüchternd. Die erhofften Zinssenkungen sind weitgehend ausgeblieben. Der Anstieg der Renditen hat die Kurse der bereits in Umlauf befindlichen Papiere empfindlich gedrückt und den Zinsertrag mehr als aufgezehrt. Unterm Strich stand meist ein Minus. Gemessen am Bloomberg Global Aggregate Index für Anleihen guter Qualität ergibt sich ein Gesamtertrag (Kursentwicklung und Zins) von minus 0,6 Prozent. Bei den besonders sicheren, aber niedriger verzinsten Bundesanleihen lag das Minus mit 0,9 Prozent (REX Performance Index) sogar noch etwas höher.

Gold verbuchte ein starkes erstes Halbjahr. Nachdem der Goldpreis im Mai mit 2.440 US-Dollar je Feinunze einen neuen historischen Höchststand erreicht hatte, standen Ende Juni noch rund 2.330 US-Dollar zu Buche, was ein Halbjahresplus von 12,8 Prozent bedeutet (in Euro gerechnet sogar 16,1 Prozent). Diese Entwicklung ist bemerkenswert, weil die zu Jahresbeginn erwarteten Zinssenkungen in den USA ausgeblieben sind. Hohe Zinsen sind bekanntlich schlecht für die Nachfrage nach zinslosem Gold, was Investoren zu erheblichen Verkäufen von Gold-ETFs bewegt hat. Das daraus resultierende Angebot wurde aber durch massive Käufe der Notenbanken überkompensiert.

Grafik 1
Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 30. Juni 2024



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

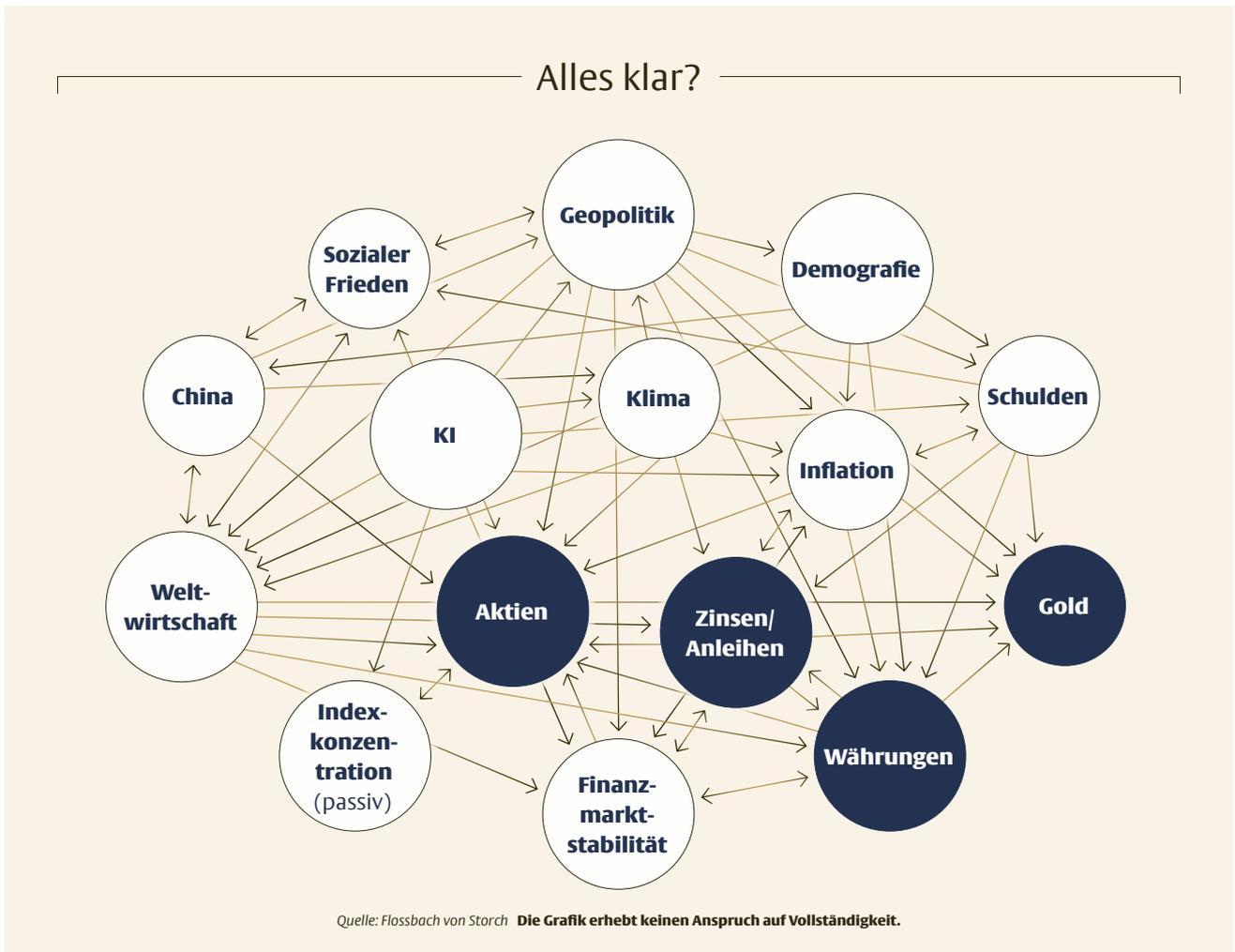
Die Aktienmärkte werden seit geraumer Zeit von wenigen großen Unternehmen dominiert, die vom Boom rund um das Thema Künstliche Intelligenz profitieren.

AUSBLICK

Die für die Finanzmärkte relevante Gemengelage war selten so komplex und teilweise widersprüchlich wie zurzeit.

Lodernde und schwelende geopolitische Konflikte, der Klimawandel, demographische und gesellschaftspolitische Umbrüche, die Inflation im Westen und Deflations Sorgen in China, wachsende Staatsschulden sowie das Vorrücken der Künstlichen Intelligenz mit all seinen Begleiterscheinungen sind miteinander verknüpft, verstärken oder kompen-

sieren sich gegenseitig. Obwohl der erhoffte Rückenwind fallender Zinsen bislang weitgehend ausgeblieben ist, eilen die Aktienmärkte, getrieben von den Aktien der großen Technologieunternehmen, von Rekord zu Rekord. Die damit einhergehende Konzentration in den Börsenindizes wird durch den Vormarsch passiver Indexfonds weiter verstärkt.



Inflation: Schreck lässt nach

Die Inflation und die Geldpolitik waren lange Zeit die dominierenden Themen an den Finanzmärkten. Inzwischen hat die Anspannung der Investoren vor und nach den Auftritten der Notenbanker etwas nachgelassen. Das liegt auch an der Erkenntnis, dass die Notenbanker selbst nicht wissen (können), wo die Inflationsreise hingehet und sie ihre Politik deshalb genauso abhängig von der bereits bekannten Datenlage machen, wie es die Investoren tun.

Für langfristig disponierende Investoren ist es ohnehin irrelevant, ob die monatlichen Inflationszahlen ein Zehntelprozent höher oder tiefer ausfallen. Wichtiger ist es, die langfristige Inflationsentwicklung einigermaßen richtig einzuschätzen, um die Attraktivität von Vermögensanlagen, ins-

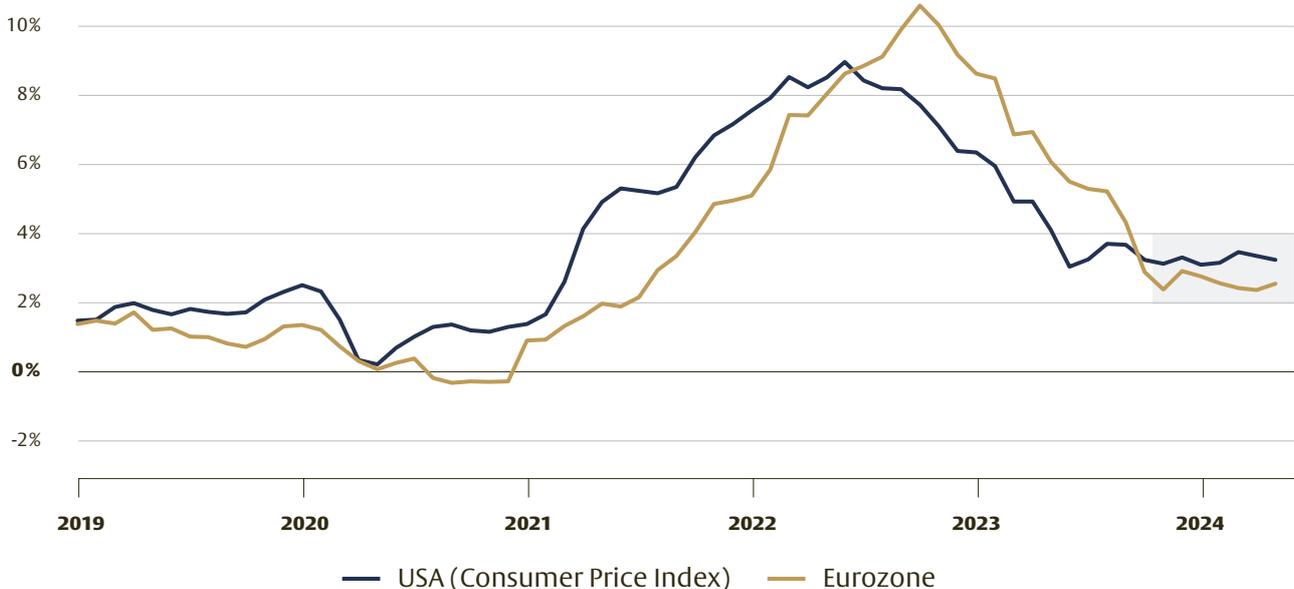
besondere Anleihen, beurteilen zu können. In der ersten Jahreshälfte verharrte die US-Verbraucherpreis-inflation in einem schmalen Band um die Marke von drei Prozent. Sie ist also bei weitem nicht mehr so besorgniserregend hoch wie vor ein oder zwei Jahren (vgl. Grafik 2), liegt aber immer noch über dem Zwei-Prozent-Ziel der Notenbanken.

Dass dieses Ziel schon bald erreicht sein könnte, erscheint aufgrund der steigenden US-Stundenlöhne (zuletzt 4,1 Prozent höher als im Vorjahr) und der robusten US-Wirtschaft unwahrscheinlich. Für US-Anleiheinvestoren ist das zu verschmerzen. Denn eine Rendite von mehr als vier Prozent bei 10-jährigen US-Staatsanleihen reicht aus, um auch im Falle einer langfristig bei zwei bis drei Prozent verharrenden Inflation noch einen auskömmlichen Realzins zu bieten.

Grafik 2

Inflation: Das Ziel ist noch nicht erreicht, aber das Schlimmste ist vorbei

Verbraucherpreis-inflation in den USA und der Eurozone



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

In der Eurozone sieht das Bild etwas anders aus. Die Europäische Zentralbank (EZB) beschloss im Juni die erste Zinssenkung seit fünf Jahren, obwohl das Inflationsziel von zwei Prozent nach der Projektion der EZB-Ratsmitglieder erst im zweiten Halbjahr 2025 erreicht werden wird. Ob es tatsächlich so kommt, hängt nicht zuletzt von der Entwicklung der Lohninflation ab, die im ersten Quartal 2024 mit 4,7 Prozent noch einen Höchststand markierte. So dürfte die vorausseilende erste Zinssenkung der EZB vor allem der schwachen Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone, insbesondere in Deutschland, geschuldet sein.

Inwieweit die Inflationsentwicklung durch die innovativen und disruptiven Kräfte der Künstlichen Intelligenz beeinflusst wird, ist noch ungewiss. Langfristig wird mit einem Produktivitätsschub gerechnet, der nicht nur das Wirtschaftswachstum ankurbeln, sondern auch die Inflation senken könnte. Kurz- bis mittelfristig dürften die gigantischen Investitionen in die KI-Infrastruktur und der hohe Stromverbrauch aber eher inflationär wirken.

KI: Innovation oder Revolution?

Die Verbreitung der Künstlichen Intelligenz hat weitreichende Implikationen. Vergleichbar mit dem Internet, das viele traditionelle Unternehmen disruptiert und neue geschaffen hat und dabei in fast jeden Winkel der Gesellschaft vorgedrungen

ist, wird auch Künstliche Intelligenz die Welt nachhaltig verändern. Ob Forschung und Entwicklung, Produktion, Konsum, Kommunikation, Lehre, innere und äußere Sicherheit: Alle Bereiche werden bereits durch maschinell lernende oder angelernete Software durchdrungen und verändert. Wenn heute über Künstliche Intelligenz gesprochen wird, sind zumeist die allgemein verbreiteten Sprachmodelle wie ChatGPT gemeint, die als generative KI bezeichnet werden. Klassische Modelle wie maschinelles Lernen gibt es dagegen schon sehr viel länger. Zunächst ein kurzer Überblick (siehe Schaubild rechts).

Generative Modelle wie ChatGPT sind wort- oder bildbasiert. Sie erzeugen neue Daten und sind darauf ausgelegt, kreative und plausible Inhalte wie Texte, Bilder oder Musik zu generieren, die den Beispielen ähneln, die sie gelernt haben. Sie sind komplex und rechenintensiv, weil sie die bedingte Wahrscheinlichkeitsverteilung von Textbausteinen lernen und neue Datenproben generieren müssen, die statistisch zur Verteilung der Trainingsdaten passen. Wie im Sport ist ständiges Trainieren entscheidend, um die Leistung zu steigern. Generative Modelle werden besser, wenn sie ständig mit neuen Daten gefüttert werden. Die naheliegendste Lösung wäre, das KI-Modell einfach immer neu zu trainieren, was bis vor ein paar Jahren noch mit überschaubarem Aufwand möglich war. Aufgrund der schieren Größe der neuen Modelle ist der Trainingsaufwand aber deutlich gestiegen. Damit ist die generative KI zu einem Spielfeld für

Vergleichbar mit dem Internet wird Künstliche Intelligenz die Welt nachhaltig verändern.

Künstliche Intelligenz: Ein Überblick

KÜNSTLICHE INTELLIGENZ

Künstliche Intelligenz ist die Fähigkeit einer Maschine, menschliche Fähigkeiten wie logisches Denken, Lernen, Planen und Kreativität zu imitieren.

MASCHINELLES LERNEN

Algorithmen, deren Leistung sich verbessert, wenn sie im Laufe der Zeit mit mehr Daten angelernt werden.

„DEEP LEARNING“

Teilbereich des maschinellen Lernens, bei dem mehrschichtige neuronale Netze zur Nachahmung des menschlichen Gehirns verwendet werden.

GENERATIVE KI

KI-Algorithmen, die mit großen Datensätzen trainiert werden, um neue, bisher ungesehene Daten zu erzeugen, die den Trainingsdaten ähnlich sind.

Quelle: Flossbach von Storch

wenige große, finanzstarke Unternehmen wie Microsoft, Google, Meta, Amazon oder Apple geworden, die problemlos zig Milliarden Dollar in neue Rechenzentren und Chips investieren können.

Klassische Modelle wie „Machine Learning“ (ML) und „Deep Learning“ (DL) basieren häufig auf numerischen Daten, die in der Regel vorverarbeitet und in eine numerische Form gebracht werden müssen, um auf Grundlage vorhandener Daten Aussagen zu treffen. Sie sind effizienter und schneller, da sie sich auf die Klassifikation oder Vorhersage spezialisieren und mit vergleichsweise geringem Aufwand neue Daten verarbeiten können. Sie sind darauf ausgerichtet, möglichst genaue Einschätzungen zu treffen, die auf eigenen Daten basieren (z.B. Wetterprognosen).

Kurz gesagt: Generative KI schafft neue Dinge, nicht-generative KI klassifiziert vorhandene Dinge und leitet daraus Prognosen ab.

Klassische KI-Modelle für spezielle Anwendungen gibt es schon sehr lange. Sie vollzogen sich für die Allgemeinheit zumeist im Verborgenen. Der Sieg des IBM-Computers Deep Blue gegen den Schachgroßmeister Garri Kasparow im Jahre 1997 wurde staunend als Beispiel für die Innovationskraft in der Computertechnologie zur Kenntnis

genommen. Als das KI-Modell AlphaGo (Google DeepMind) im März 2016 den koreanischen Go-Weltmeister Lee Sedol schlug, war dies eine deutlich größere Überraschung. Das ostasiatische Brettspiel mit 19 mal 19 Feldern hat nach drei Spielzügen immer noch zwei Milliarden (2×10^{15}) mögliche Kombinationen und damit 16,5 Millionen Mal so viel wie nach drei Schachzügen. Während IBMs Deep Blue noch versuchte, mit einem Algorithmus systematisch so viele Schachzüge wie möglich zu antizipieren, wertete AlphaGo 150.000 menschliche Spiele aus und ließ dann verschiedene Kopien der Software gegeneinander spielen, um Millionen neue „künstliche“ Spiele zu simulieren. Diese Methodik hatte revolutionären Charakter und galt Experten als der Beginn eines neuen KI-Zeitalters.

Seither sind weitere acht Jahre vergangen. Die Rechenleistung der Computer hat sich dramatisch verbessert. Im Herbst 2022 machte OpenAI mit ChatGPT 3.5 erstmals ein generatives KI-Modell einem breiten Publikum zugänglich. Es schrieb auf Wunsch stereotype Redetexte, lustige Gedichte und brauchbare Textzusammenfassungen, produzierte insgesamt aber noch viel Unsinn (Halluzinationen). Nur ein Jahr später kam die Version ChatGPT 4.0 heraus, die bereits eine erstaunliche Leistungsfähigkeit erreicht hat. Sie war nicht nur genauer im Zusammenfassen, Übersetzen, Erstellen und

Dramatisch verbesserte Rechenleistungen von Computern beschleunigen das Vordringen der KI in alle Lebensbereiche.

Formulieren von Texten, sondern ermöglichte auch die Recherche komplexerer Sachverhalte. Allerdings muss der Nutzer noch immer in der Lage sein, die Ergebnisse zu validieren, was zumeist eigene Expertise erfordert, da es oft keine Quellenangaben gibt.

Die Leistungsfähigkeit der generativen KI-Modelle birgt aber auch Risiken. Jeder Nutzer kann Bilder, Videos oder Texte erstellen lassen, die Personen von öffentlichem Interesse desavouieren, die öffentliche Meinung manipulieren und so auch Wahlkämpfe beeinflussen können. Die Inhaltsrichtlinien von ChatGPT untersagen die Erstellung solcher Bilder, aber andere KI-Modelle ermöglichen sie, wenngleich die Darstellungen oft noch wirklichkeitsfremd sind. Kritisch sind zudem die immer noch produzierten Halluzinationen, die in geschliffener Sprache und dem Brustton der Überzeugung völlig falsche Sachverhalte behaupten.

Mustafa Suleyman, der Mitbegründer von DeepMind (dessen Computermodell den koreanischen Go-Weltmeister geschlagen hat) und Inflection AI, zeichnet in seinem vielbeachteten Buch „The Coming Wave“ ein dystopisches Bild von den Gefahren einer zügellosen KI. Er skizziert die Risiken breitangelegter Cyberattacken, autonom agierender tödlicher Waffen, die Gefahr politischer und wirtschaftlicher Destabilisierung von Staaten und Zivilgesellschaften und die Disruption vieler Arbeitsbereiche mit weitreichenden Folgen für hunderte Millionen von Beschäftigten.

Er verdeutlicht die Ambivalenz, die Gutes schafft, aber auch Schlechtes bewirken kann. Neue Arbeitsplätze und ökonomische Werte auf der einen Seite, die Vernichtung bestehender Wohlstandsquellen auf der anderen. Fortschritte im Kampf gegen bis dato unheilbare Krankheiten und Kollateralschäden, unkontrollierte Ausbrüche von Viren, die mittels KI kostengünstig in unkontrollierten Laboren gezüchtet werden können. Am Schluss seines Buchs beschreibt

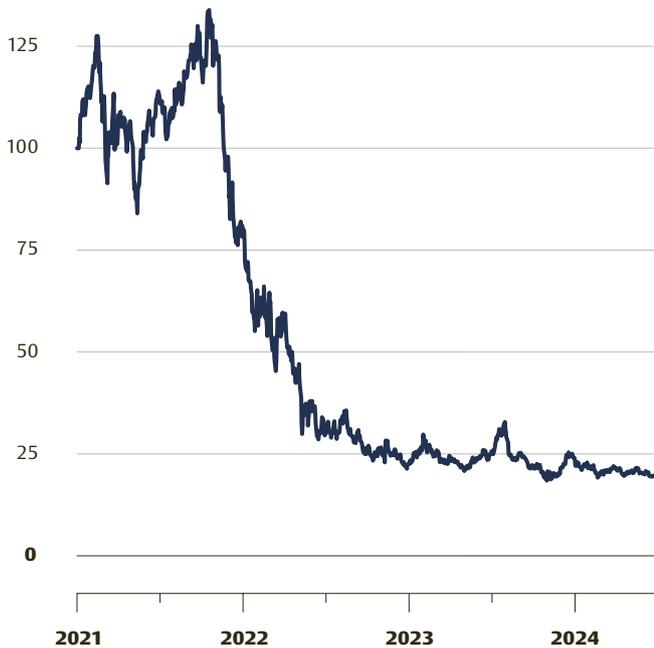
Suleyman Möglichkeiten, die unerwünschten Nebeneffekte einer universell einsetzbaren KI eindämmen zu können, etwa durch konzertierte Anstrengungen von Staaten, Zivilgesellschaften, der Wissenschaft und Unternehmen. Er hegt allerdings nur begrenzte Hoffnungen, dass solche Bemühungen angesichts der geopolitischen Machtkämpfe von Erfolg gekrönt sein werden und verweist auf das Beispiel China, wo der Einsatz von KI zum Aufbau eines allumfassenden Überwachungsstaats beiträgt.

Ob sich die skizzierten Risiken materialisieren und wie die Welt darauf reagiert, wird sich zeigen. Auch zu Beginn des Internetzeitalters gab es Warnungen vor Cyberattacken, Datendiebstahl und Missbrauch. Diese Warnungen waren berechtigt, aber die Welt hat sich darauf eingestellt und Abwehrmechanismen entwickelt. Sicher ist, dass mit dem Vordringen der Künstlichen Intelligenz auch die Unsicherheiten zunehmen. Gewinnern stehen Verlierer gegenüber. Nicht jedes Unternehmen, das heute vom Boom profitiert, wird dies auch morgen können. Die großen Technologiekonzerne haben dank ihres Knowhows und ihrer enormen finanziellen Möglichkeiten einen großen Vorteil gegenüber kleineren Angreifern. Das galt allerdings auch für Yahoo, bis Google auf der Bildfläche erschien und mit einem überlegenen Suchalgorithmus den alten Suchmaschinenplatzhirsch verdrängte. KI ist eine technologische Revolution, die einerseits die großen Spieler noch mächtiger machen kann, andererseits Asymmetrie erzeugt, die es den Davids erlaubt, die Goliaths zu schlagen.

Kleineren Disruptoren, wie es Microsoft, Amazon, Apple oder Alphabet (Google) auch einmal waren, gelingt es aber nur selten, angestammte Machtverhältnisse zu disruptieren. Oft werden die vermeintlichen Disruptoren selbst Opfer von Disruption, wie die in der Tabelle dargestellten Beispiele und der Kursverlauf ihrer Aktien in Grafik 3 auf der folgenden Seite zeigen.

Grafik 3

Disruptierte Disruptoren



— Beispielhafte Kursentwicklung eines Korbs
20 gleichgewichteter Techaktien
(indexiert auf den 1. Januar 2021 = 100)

Vermeintliche Disruptoren ... (Kursentwicklung seit dem Top)

Fisker	-100%
WeWork	-100%
Farfetch	-100%
Context Logic	-99%
Peloton	-98%
Teladoc	-97%
Lucid	-96%
Upstart	-94%
Fastly	-94%
Lemonade	-91%
Just Eat Takeaway	-89%
Roku	-88%
Zoom Video	-87%
DocuSign	-83%
PayPal	-81%
Snap	-80%
Zalando	-79%
Paycom	-74%
Okta	-68%
Robinhood	-68%

... disruptiert durch

Tesla
Homeoffice
LVMH und andere
Amazon
Planet Fitness
CVS Health und andere
Tesla
FICO
Akamai
Allstate und andere
McDonald's
Netflix
Microsoft
Adobe
Apple
Meta
Amazon
ADP
Microsoft
Charles Schwab

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

So können einige Geschäftsmodelle, die heute noch als sicher gelten, durch eine rapide Weiterentwicklung und starke Verbreitung der Künstlichen Intelligenz zukünftig geschwächt oder gar ausgehöhlt werden. Eine wichtige Schlussfolgerung daraus ist, die Unternehmen auf ihre Anfälligkeit gegenüber technologischem Wandel hin zu überprüfen, die Portfolios etwas breiter zu diversifizieren und nicht zu versuchen, alles auf wenige (vermeintliche) KI-Gewinner zu setzen.

Kann KI die Börsenentwicklung vorhersagen?

Isaac Newton hat die Erkenntnis der Unvorhersehbarkeit des menschlichen Verhaltens im Gegensatz zur Berechenbarkeit physikalischer Gesetze treffend formuliert: „Ich kann die Bewegung der Himmelskörper berechnen, aber nicht den Wahnsinn der Menschen.“

Um die Börsenentwicklung vorherzusagen, müsste man nicht nur den Wahnsinn der Menschen berechnen, sondern auch die Zukunft vorhersagen können, die aber so nicht eintreffen wird, wenn es alle vorher wissen.

Wenn man etwa nach den Erfolgsaussichten eines bestimmten Unternehmens und dessen Aktien fragt, offenbaren sich die Grenzen generativer Sprachmodelle. Das Ergebnis ist zumeist der Konsens der Analystenschätzungen oder Meinungen der Finanzpresse, nicht aber ein nachvollziehbares, selbst hergeleitetes Urteil. Dazu ist ein generatives Sprachmodell nicht fähig.

Allerdings kann KI den Analyseprozess unterstützen, etwa bei der Beurteilung der Wettbewerbsstärke eines Unternehmens oder der Qualität des Managements. Wie brauchbar die Ergebnisse sind, hängt dabei stark von der richtigen Fragestellung („Prompting“) und deren schrittweiser Präzisierung ab. Und schlussendlich müssen die Ergebnisse noch einem Fakten- und Plausibilitätscheck unterzogen werden.

Bei der Beurteilung des Managements geht es darum, festzustellen, ob er oder sie der richtige Typ für den Chefposten in diesem speziellen Unternehmen ist.

Mit der Kombination einer eigenen, abgeschirmten Datenbank und generativer KI ist es zum Beispiel möglich, Aussagen des Managements auf Stringenz und Glaubwürdigkeit zu prüfen und Manager danach zu klassifizieren, ob sie eher zum „Schönreden“ neigen oder Probleme beim Namen nennen und konkrete Lösungen aufzeigen. Auch andere Eigenschaften wie Fachkompetenz, Authentizität, Motivation oder Führungsstil lassen sich auf diese Weise prüfen. Die Qualität der Ergebnisse hängt von der Qualität der Datenbank und der Formulierung der Fragen beziehungsweise Aufgabenstellung ab. Mit zunehmender Erfahrung und Anzahl von Fallbeispielen (besonders positiver oder negativer Natur) verbessert sich die Datenbasis und verfeinern sich die Fragestellungen der Analysten, was wiederum zu besseren Ergebnissen führt. Den Anspruch auf hundertprozentige Genauigkeit sollte man dabei nicht erheben. Möglicherweise ist es auch weniger die KI selbst, die den Analyseprozess verbessert, sondern die von den KI-Modellen erzwungene Präzisierung der Fragestellung und Systematik.

KI wird den Analyse- und Investmentprozess im Portfoliomanagement zukünftig immer stärker unterstützen, etwa bei der Beurteilung des Managements eines Unternehmens.

ANLAGESTRATEGIE

Die zunehmende Konzentration der großen Aktienindizes auf wenige Aktien – vornehmlich aus einer Branche – wirkt beunruhigend. Sie ist ein typisches Phänomen der Endphase einer Hausse. Vielen Investoren ist das Platzen der Technologieblase zur Jahrtausendwende noch in lebhafter Erinnerung. Auch diesmal sind es überwiegend Technologiewerte, die den Börsenzug am Laufen halten.

Seit der Einführung von ChatGPT und dem Beginn des KI-Hypes Anfang 2023 haben die Aktien der großen US-Technologiewerte die Indizes fast im Alleingang nach oben gezogen. Die Diskrepanz zwischen der Indexperformance und der durchschnittlichen Entwicklung aller im Index enthaltenen

Aktien war in den vergangenen 18 Monaten so groß wie selten zuvor. Während der S&P 500 Index in diesem Zeitraum (inklusive Dividenden) um 46 Prozent zulegen konnte, lag die durchschnittliche Performance aller Indextitel (S&P 500 Equal Weight Index) „nur“ bei knapp 20 Prozent (vgl. Grafik 4).

Grafik 4

Die Schwergewichte treiben den Markt

Wertentwicklung seit 2023: S&P 500 vs. S&P 500 Equal Weight Index
(indexiert auf den 1. Januar 2023 = 100)



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Rund drei Viertel der Aktien entwickelten sich seit Anfang 2023 schlechter als der Index. So viele „Underperformer“ über einen solch langen Zeitraum gab es seit Auflage des Index vor fast 70 Jahren noch nie. Selbst in der Hochphase des Technologiebooms in den Jahren 1998 und 1999, als wenige Titel aus dem Technologie- und Telekommunikationsbereich den Index hochzogen, war die Anzahl der Underperformer nicht so hoch wie in den vergangenen 18 Monaten (vgl. Grafik 5).

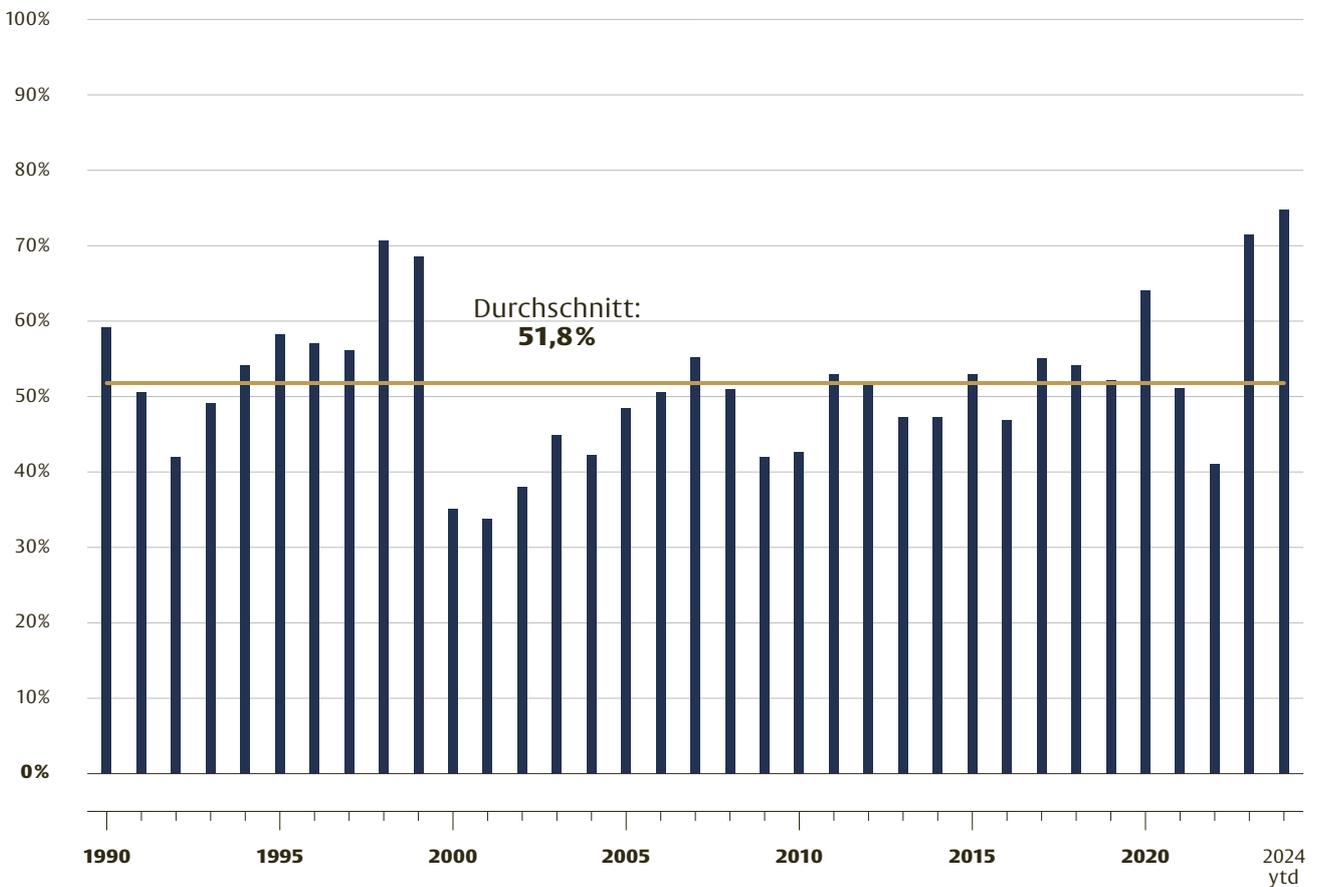
Seit Anfang 2023 ist der Wert aller im S&P 500 Index enthaltenen Aktien um 15,2 Billionen US-Dollar auf 48,5 Billionen US-Dollar gestiegen. Davon entfallen 9,1 Billionen auf die sechs größten Titel (Apple, Microsoft, Nvidia, Alphabet, Amazon und Meta), wobei Nvidia allein 2,8 Billionen ausmacht.

Die „Magnificent Six“ haben inzwischen einen Indexanteil von 31 Prozent. Am Ende des Technologiebooms zur Jahrtausendwende lag der Anteil

Grafik 5

Zweiklassengesellschaft

Anteil der Unternehmen im S&P 500 Index mit einer schlechteren Wertentwicklung als der Index



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

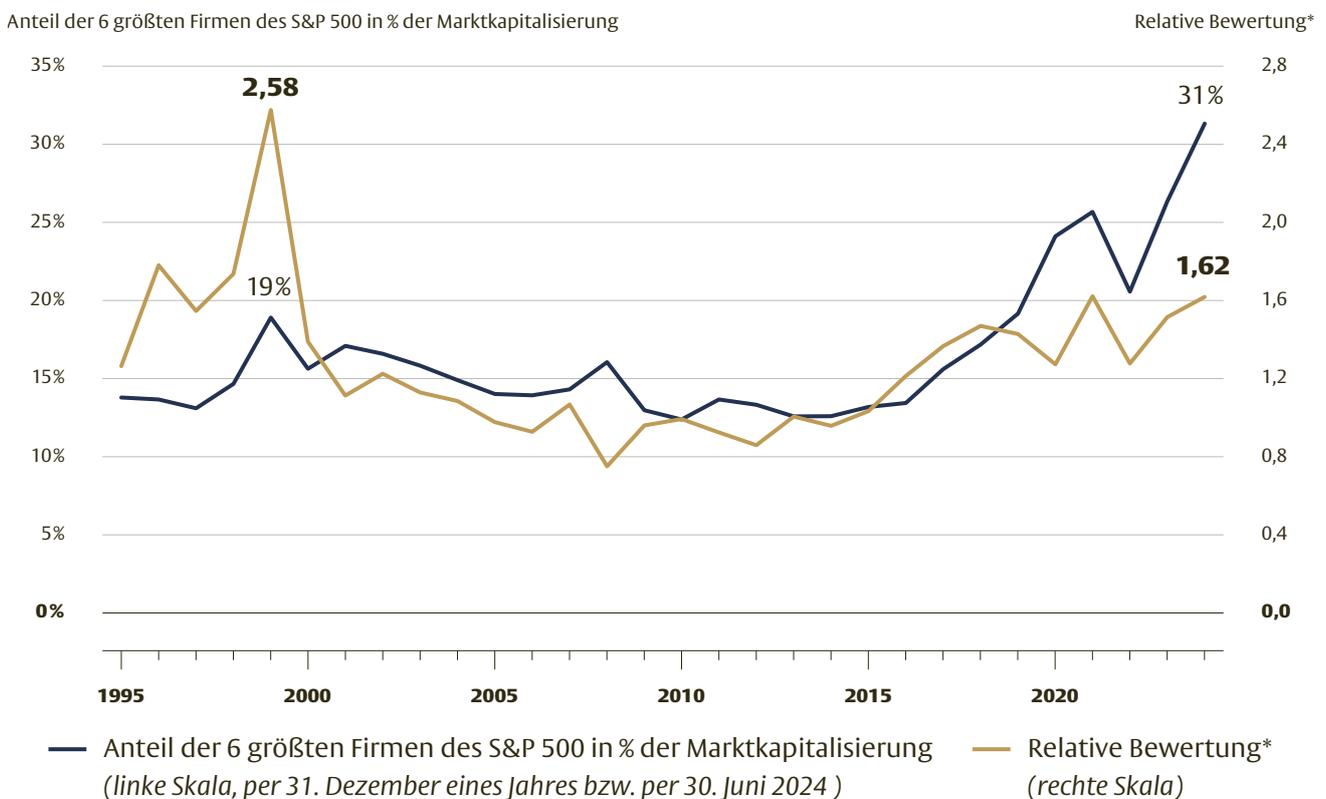
der Aktien der sechs größten Unternehmen nur bei 19 Prozent (vgl. blaue Linie in Grafik 6). Damit hat die Konzentration innerhalb des Index einen historischen Höchstwert erreicht. Isoliert betrachtet ließe diese Entwicklung einen gewaltigen Börsencrash befürchten.

Doch es gibt einen signifikanten Unterschied zwischen der exzessiven Börsenphase zur Jahrtausendwende und heute. Die heutigen Index-

schwergewichte sind sehr viel profitabler, als es die größten sechs Titel zur Jahrtausendwende waren. Damals erwirtschafteten die „Top 6“ nur 7,3 Prozent der Gewinne aller im Index enthaltenen Unternehmen. Heute sind es fast zwanzig Prozent. Damals waren die größten sechs mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von über 60 fast 2,6-mal so hoch bewertet wie der Index. Heute liegt ihre Bewertung mit dem 35-fachen „nur“ 1,6-mal so hoch (vgl. goldene Linie in Grafik 6).

Grafik 6

S&P 500 Index: Höhere Indexkonzentration → geringere Diversifikation Anteil der „Magnificent Six“ am S&P 500 und relative Bewertung



* Anteil der 6 größten Unternehmen am S&P 500 (in Prozent der Marktkapitalisierung) im Verhältnis zum Gewinnanteil der 6 größten Unternehmen am gesamten Indexgewinn.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Grafik 7

Aktien niedriger bewertet als der Index

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der (erwarteten) Gewinne für die kommenden 12 Monate



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Wer heute in ein Indexportfolio investiert, muss sich über zwei Dinge im Klaren sein: Erstens eine sehr hohe Abhängigkeit von der Entwicklung einiger weniger großer Indextitel, die zweitens relativ hoch bewertet sind, was hohe Erwartungen an das zukünftige Gewinnwachstum impliziert. Solange diese Erwartungen erfüllt oder übertroffen werden, kann die Rally weitergehen. Die Fehlertoleranz („margin for error“) wird mit jedem weiteren Anstieg der Bewertungen aber immer geringer.

Auch der von den Schwergewichten dominierte S&P 500 Index ist mit dem 21,2-fachen der erwarteten Gewinne recht üppig bewertet. Im Vergleich dazu ist die Bewertung des breiten Aktienmarkts mit einem Durchschnitts-KGV von 16,5 im historischen Kontext noch recht moderat (vgl. Grafik 7). US-Aktien sind also billiger, als es der Index auf den ersten Blick erwarten lässt. Diese Differenz könnte man auch als

Potenzial für aktive Investoren bezeichnen, zumindest aber als Risikopuffer für den Fall, dass den Aktien der Schwergewichte mal die Luft ausgeht.

Die großen Indizes, die auch als Maßstab für die Leistung von Fondsmanagern herangezogen werden, waren in den vergangenen Jahren ein schwer zu schlagender Gegner. Wer die Aktien der Top-Sechs-Unternehmen nicht entsprechend hoch im Portfolio gewichtet hat, riskiert, sein Mandat oder gar seinen Job zu verlieren; oder wie es ein Portfoliomanager jüngst im Wall Street Journal zum Ausdruck brachte: „No Nvidia in your portfolio you're just toast.“ (Ohne Nvidia im Portfolio bist Du erledigt). Deshalb bewegen sich immer mehr Portfoliomanager in Richtung des Index oder gehen sogar noch einen Schritt weiter und gewichten die großen Werte überproportional. Nicht aus fundamentaler Überzeugung, sondern aus blanker Not.

Dies schürt eine selbsterfüllende Prophezeiung. Je mehr Geld in die Indexschergewichte umgeschichtet wird, sei es durch direkte Käufe oder indirekt über Indexfonds, desto höher steigen ihre Kurse und desto größer wird der Druck auf andere Manager, das Gleiche zu tun. Wie weit sich dieser Prozess noch fortsetzen kann, hängt vor allem von der Ertragsentwicklung der großen Technologiekonzerne ab. Doch selbst wenn die hochgesteckten Erwartungen erfüllt werden, wachsen die Bäume nicht in den Himmel. Zum einen müssen die enormen Investitionen in KI-Infrastruktur wieder reingeholt werden. Zum anderen stoßen die Unternehmen an kartellrechtliche und ordnungspolitische Grenzen, wie

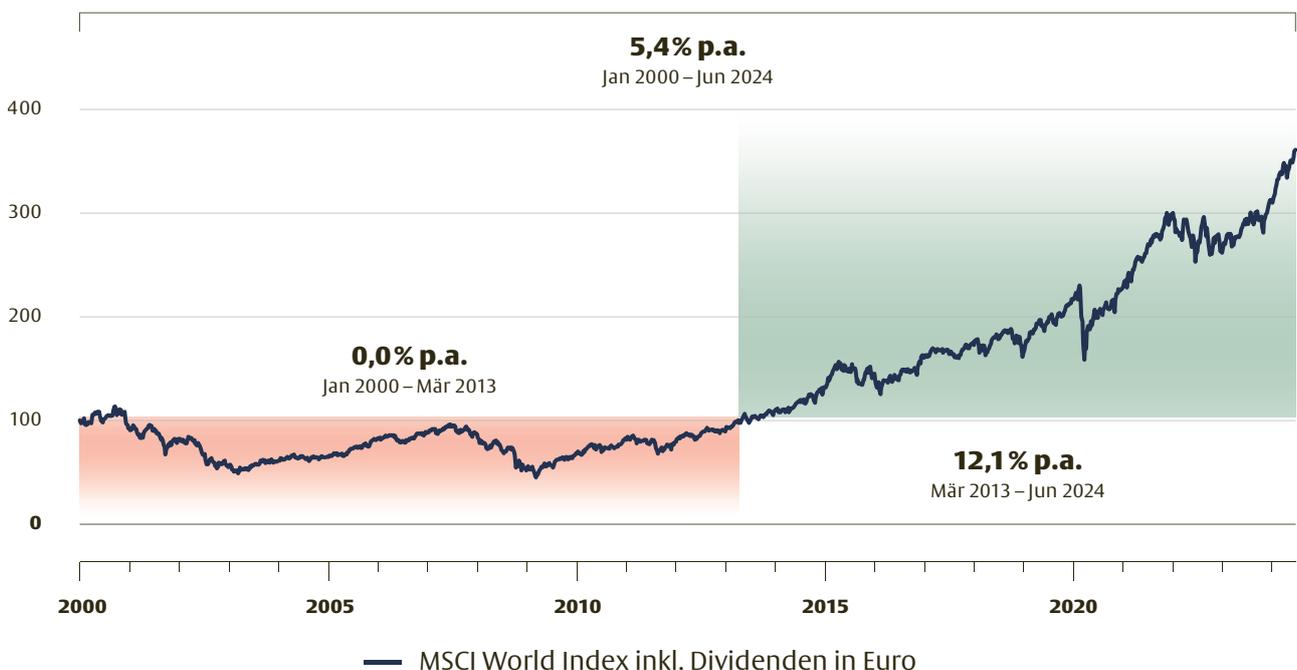
die großen Klagen der EU gegen Apple und Microsoft zeigen. Je größer und mächtiger diese Konzerne werden, desto stärker wird der regulatorische Gegenwind. Das bedeutet zwar nicht das Ende des Wachstums, schränkt dieses aber ein.

Diese Entwicklung wirkt sich auch auf den MSCI World Index aus, der trotz seiner fast 1.500 Aktien zunehmend von den großen US-Technologiewerten getragen wird. In den vergangenen Jahren hat das sehr geholfen. Hinzu kam der feste US-Dollar, und so wurde der Index zum Liebling vieler Anleger. Doch es gab auch andere Zeiten. Wer Anfang 2000 investierte, musste sich über 13 Jahre gedulden, bis der Index

Grafik 8

Gute Zeiten, schlechte Zeiten

Wertentwicklung des MSCI World Index (indexiert auf den 1. Januar 2000 = 100)



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

das Einstiegsniveau wieder nachhaltig überschreiten konnte (sogar inklusive Dividenden). In diesem Zeitraum gab es zwei Crashes, in denen mehr als die Hälfte des Anlagebetrags verloren ging. Der verlorenen Dekade folgte ein fulminanter Anstieg, womit sich seit Anfang des Jahrtausends ein Indexplus von 5,4 Prozent p.a. ergibt (vgl. Grafik 8).

Auch wenn eine Wiederholung der ernüchternden Phase von 2000 bis 2013 nicht zu erwarten ist, sollte die herausragende Entwicklung der vergangenen Dekade nicht als Erwartungsgrundlage für die kommenden zehn Jahre dienen.

Die zunehmende Fokussierung auf die großen Indexwerte hat aber auch etwas Positives. Es gibt immer mehr zu Unrecht verschmähte Aktien qualitätsstarker Unternehmen, bei denen die Aktienkurse trotz steigender Unternehmensgewinne gefallen sind. Dadurch hat sich die Bewertung der Titel deutlich reduziert und das Chancenpotenzial entsprechend verbessert. Wann die Aufholjagd dieser Aktien beginnt, hängt auch von der Gewinnentwicklung der Indexschwergewichte ab. Solange diese die hochgesteckten Wachstumserwartungen erfüllen, dürften ihre Aktien auf Kurs bleiben. Sollten die Geschäftszahlen oder der Ausblick des Managements dagegen enttäuschen, wird die Schwerkraft der Finanzmärkte diese Titel besonders stark nach unten ziehen.

Gold als Wertanker in einer fragilen Welt

Der Goldpreisanstieg der vergangenen Monate ist auch deshalb bemerkenswert, weil die erhofften Zinssenkungen der US-Notenbank ausgeblieben sind. Hohe Zinsen sind gemeinhin Gift für das zinslose Gold. So verwundert es nicht, dass Investoren im ersten Halbjahr rund 140 Tonnen Gold aus den Gold-ETFs abgezogen haben. Allerdings wird dies, wie in den vergangenen Jahren, durch massive Goldkäufe der Notenbanken überkompensiert,

was auch auf die veränderte geopolitische Lage zurückzuführen ist und für anhaltende Goldkäufe der Notenbanken spricht. Gemäß einer Umfrage des World Gold Council beabsichtigen 29 Prozent der befragten 70 Zentralbanken, ihre Goldreserven in den nächsten zwölf Monaten aufzustocken, und 81 Prozent gehen davon aus, dass die Goldbestände der Notenbanken insgesamt weiter ansteigen werden – beides Höchstwerte seit Beginn dieser Umfrage im Jahr 2018.

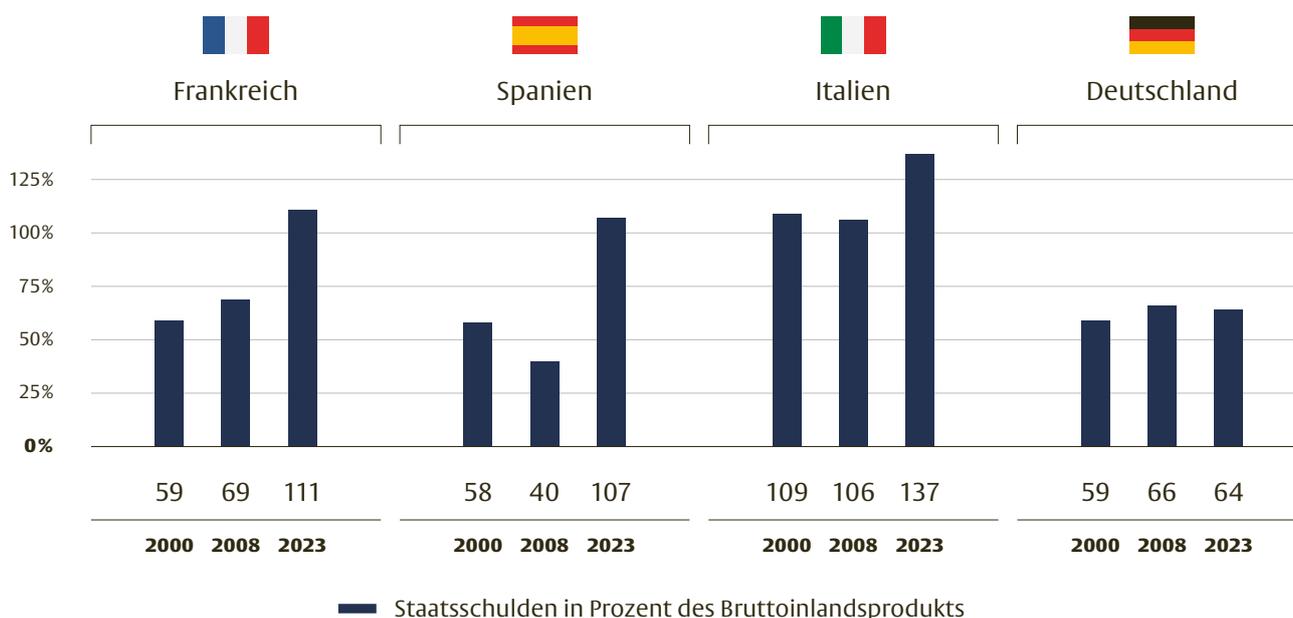
Gold ist ein wichtiger Wertanker in einer zunehmend komplexen und fragilen Welt. Dies gilt nicht nur für Notenbanken, sondern auch für Privatinvestoren. In den vergangenen Jahrzehnten sind praktisch alle Krisen mit der gleichen Therapie bekämpft worden – mehr Geld. Wann immer es ernsthaft kriselte, pumpten die Notenbanken Liquidität in den Markt und schnürten die Staaten Hilfspakete. Die Finanzkrise von 2008, die Eurokrise von 2011/12 und vor allem die Pandemiejahre 2020 bis 2022 waren anschauliche Beispiele für die gleiche Therapie mit unterschiedlicher Dosierung und Mixtur.

Daran wird sich auch zukünftig nichts ändern. Die nächste Krise könnte erneut den Euro betreffen, falls die Haushaltsdefizite weiter ausufern und den Stress in der Eurozone verschärfen. Die EU-Kommission hat jüngst ein Defizitverfahren gegen sieben Mitgliedstaaten eröffnet, darunter Italien mit einem Defizit von 7,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und Frankreich mit 5,5 Prozent. De facto handelt es sich hierbei aber eher um eine Ermahnung, denn Strafzahlungen werden nicht erhoben.

Auch wenn man das in Frankreich oder Italien nicht immer gerne hört: Deutschland ist mit seiner Haushaltsdisziplin und geringen Staatsschuldenquote zum Bonitäts-Rückgrat der Eurozone geworden. Läge die Staatsschuldenquote in Deutschland ähnlich hoch wie in Frankreich oder Italien, wäre der Euro noch sehr viel schwächer.

Grafik 9

Öffentliche Verschuldung in der Eurozone Entwicklung von 2000 bis 2023 in Prozent des BIP



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2024

Da die Belastungen der Staatshaushalte in den kommenden Jahren weiter steigen werden (Verteidigung, Renten, Klimawandel), ist es schwer vorstellbar, dass die Staatsschuldenquoten wieder sinken werden. In den vergangenen beiden Jahren hat die Inflation geholfen, die Schuldenquoten nicht weiter ansteigen zu lassen. Doch dieser Effekt hält sich aufgrund niedrigerer Inflationsraten nun in Grenzen. Das Erstarken populistischer Parteien in vielen Ländern der Eurozone dürfte die Ausgabendisziplin insgesamt noch weiter schwächen. Populismus, egal ob von links oder rechts, führt fast zwangsläufig zu steigenden Haushaltsdefiziten und Staatsschulden.

Die Unsicherheiten über Frankreichs politische Zukunft haben den Renditeaufschlag für französische Staatsanleihen gegenüber deutschen

Bundesanleihen bislang nur geringfügig auf 0,7 Prozentpunkte erhöht. Sollte diese Differenz im Zuge einer chaotischen Regierungsbildung deutlich steigen, könnte die EZB gezwungen sein, französische Staatspapiere zu kaufen, um eine erneute Euro- und möglicherweise Finanzkrise abzuwenden.

Auch auf der anderen Seite des Atlantiks sieht es in puncto Haushaltsdisziplin nicht besser aus. Die US-Staatsschulden belaufen sich auf mehr als 120 Prozent des BIP. Keiner der beiden Präsidentschaftskandidaten ist für eine eiserne Haushaltsdisziplin bekannt und so dürften auch die US-Staatsschulden schon bald neue Höchststände erklimmen.

Das alles spricht für eine fortsetzende Abwertung der Papiergeldwährungen gegenüber Gold.

FAZIT

Der Vormarsch der Künstlichen Intelligenz wirft Licht und Schatten. Die langfristigen Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Finanzmärkte, die Politik, die Sicherheit und die Zivilgesellschaft sind heute nur schwer absehbar, dürften aber erheblich sein. Der rapide Fortschritt der generativen KI und immer leistungsfähigere Computer steigern das Innovationstempo und damit auch die Chancen und Risiken durch KI. Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die Disruptoren von heute auch die Disruptierten von morgen sein können.

Wenige große Technologiekonzerne investieren riesige Summen, um sich ein immer größeres Stück vom wachsenden Kuchen abzugreifen. Ihre Aktien dominieren die Zusammensetzung und Entwicklung der großen Indizes. Ein Trend, der durch passives Investieren in Indexfonds noch weiter verstärkt wird. An der US-Börse haben sich drei Viertel der Aktien in den vergangenen 18 Monaten schlechter entwickelt als der Index – so viele wie nie zuvor über einen so langen Zeitraum. Damit eröffnen sich aber auch Chancen bei Titeln, deren Kurse trotz steigender Unternehmensgewinne gefallen und die damit deutlich attraktiver bewertet sind.

Der zunehmende Populismus in Europa und den USA wird zu einer Bewährungsprobe für die Demokratie und die Haushaltsdisziplin in den betroffenen Ländern. Die wachsende Staatsverschuldung schwächt den Wert der beliebig vermehrbaren Währungen gegenüber Gold als Währung der letzten Instanz. Auch die anhaltenden geopolitischen Konflikte sprechen für Gold als Wertanker in einer fragilen Welt und wichtigen Baustein einer klug diversifizierten Anlagestrategie.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 4. Juli 2024

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvsag.com, www.flossbachvonstorch.com

Vorstand Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner,
Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205
Handelsregister HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Korbinian Gabriel, Simon Jäger,
Dr. Kai Lehmann, Thomas Lehr, Julian Marx, Jonas Nahry,
Christian Panster, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 4. Juli 2024

Visuelle Konzeption Heller & C und Markus Taubeneck
Druck Kopp Druck und Medienservice

Nachdrucke des Berichtes sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z.B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung). Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

