

# Perspectives

## Analyse der Finanzmärkte

---

### Einleitung

2024 wurde Perspectives 35 Jahre alt. Von einer (fast) monatlichen Veröffentlichung gingen wir zu einer vierteljährlichen über, aber das Ziel blieb immer dasselbe. Die Analyse des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds und die daraus resultierenden Schlussfolgerungen für Investitionsentscheidungen.

Die Welt hat sich stark verändert und die Analyse des klassischen Konjunkturzyklus befindetet in einem Umfeld, das von einer alternden Bevölkerung, einer sehr hohen Staatsverschuldung und einer neuen geopolitischen Ordnung geprägt ist, weniger wichtig geworden.

An den Finanzmärkten hat die Zwanghaftigkeit mit der relativen Performance besorgniserregende Ausmaße angenommen. Während man in der Theorie davon ausgeht, dass Anlageentscheidungen rational getroffen werden, werden sie in der Praxis von der Angst getrieben, schlechter als ein Index abzuschneiden, den man anscheinend als allwissend ansieht.

Die großen Aktienindizes werden heute oft von einer begrenzten Anzahl von Werten angetrieben. Ihr Anstieg ist daher nicht unbedingt repräsentativ für das Verhalten der Aktien insgesamt. Viele Indizes befinden sich in der Nähe ihres Höchststandes, viele Titel jedoch nicht. Dies spricht eindeutig für aktives Portfoliomanagement.

Als aktiver Manager wird BLI - Banque de Luxembourg Investments künftig noch stärker Perspectives als Vehikel nutzen, um die Entscheidungen zu erläutern, die wir innerhalb unserer Portfolios treffen. Die Idee dabei ist, dass die Qualität unserer Anlageentscheidungen auf der Grundlage der Argumente beurteilt werden sollte, die uns dazu veranlasst haben, sie zu treffen. Gleichzeitig wird Perspectives künftig nur noch halbjährlich erscheinen.

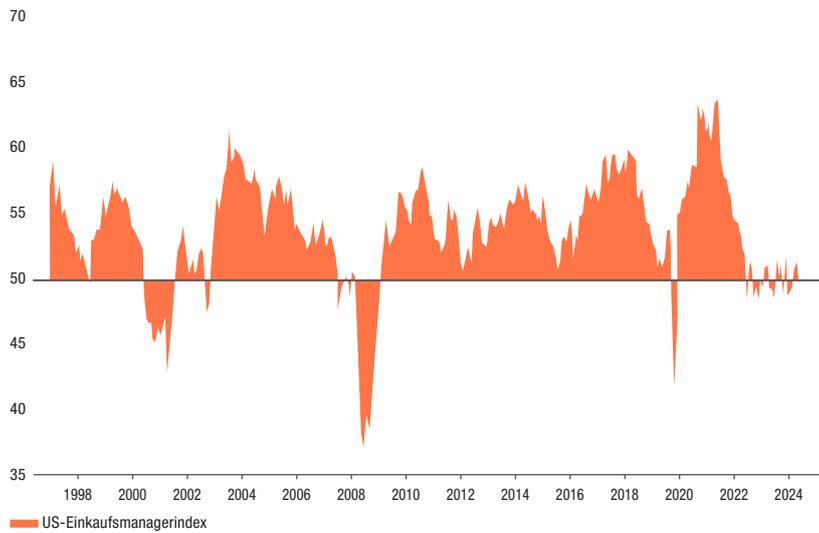
In dieser Ausgabe haben wir versucht, noch einmal verstärkt auf die strukturellen Elemente einzugehen, die das neue Umfeld, mit dem wir konfrontiert sind, kennzeichnen, sowie auf deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte.

---

Besuchen Sie unsere Website  
[www.bli.lu](http://www.bli.lu)

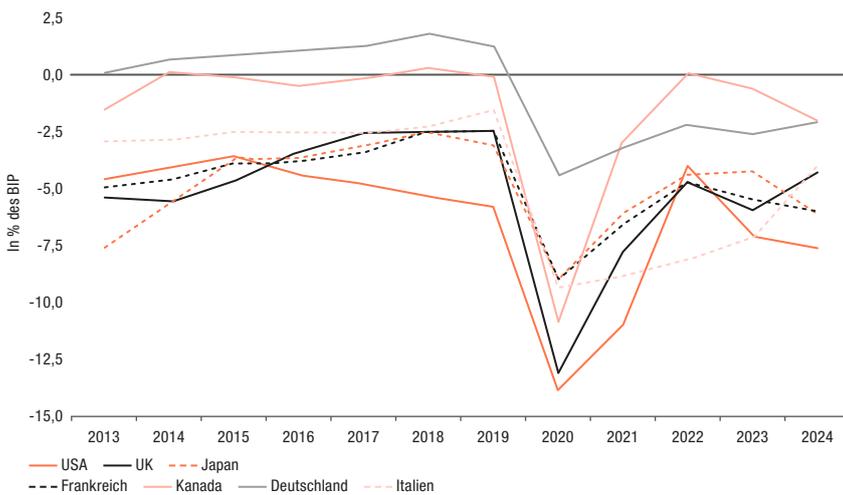
Eine Publikation von  
**BLI - Banque de Luxembourg Investments**

## DEUTLICH WENIGER VOLATILE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN



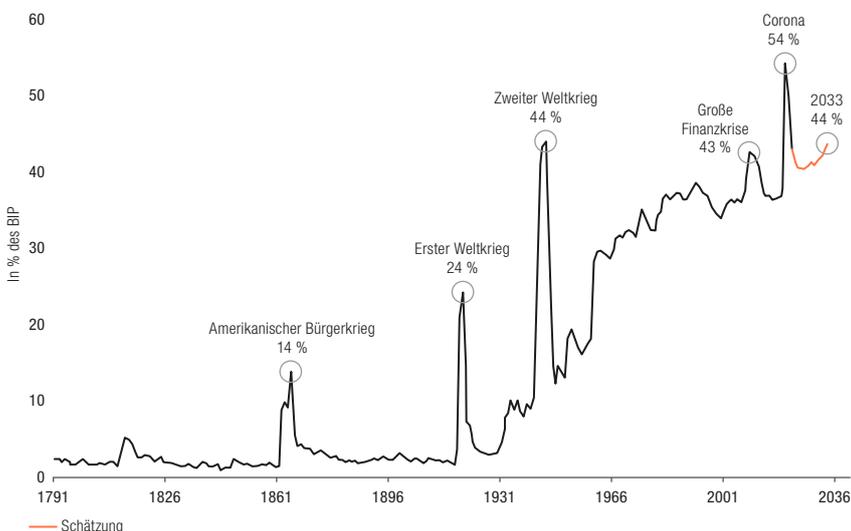
Die anhaltenden Interventionen der Geld- und Fiskalbehörden seit der Finanzkrise sorgen dafür, dass der klassische Wirtschaftszyklus weitgehend verschwunden ist. Zumindest die modernen Volkswirtschaften stark auf Dienstleistungen basieren, die weit weniger zyklisch sind als die Industrie. Hinzu kommt, dass unter der neuen Trump-Regierung die Gefahr besteht, dass die Wirtschaft eher als geopolitisches Instrument eingesetzt wird, als dass sie als Selbstzweck betrachtet wird. Das anhaltende stabile Wachstum der Weltwirtschaft kann jedoch nicht über ihre inhärente Anfälligkeit und ihre tiefgreifenden Ungleichgewichte hinwegtäuschen.

## HAUSHALTSDEFIZIT DER G7-LÄNDER



Der Trend zu immer höheren Staatsausgaben und Haushaltsdefiziten scheint derzeit unaufhaltsam zu sein. Die Büchse der Pandora, die mit den Sozialtransfers während der Pandemie geöffnet wurde, wird nur schwer wieder zu schließen sein. Trotz etwa vier Jahren wirtschaftlicher Erholung haben fünf der sieben G7-Staaten heute Haushaltsdefizite von mehr als 4 % ihres Bruttoinlandsprodukts (BIP).

## US-STAATSAUSGABEN SEIT 1791



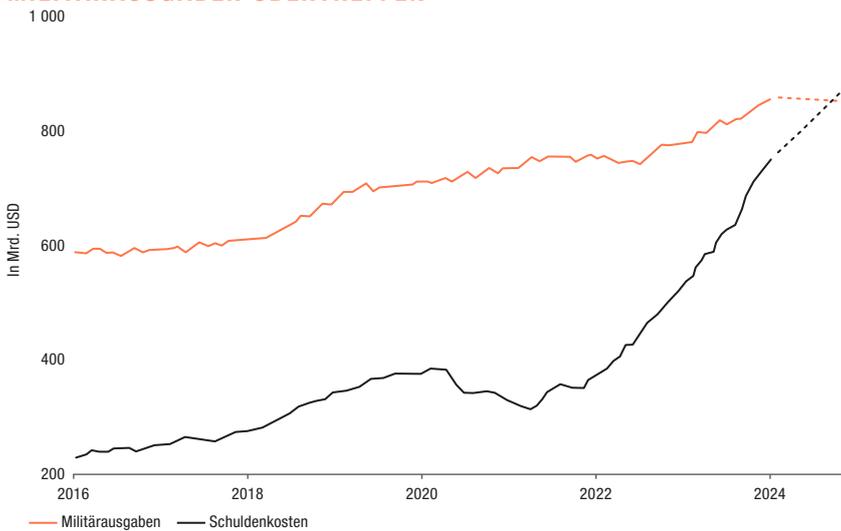
Die prekäre Lage der öffentlichen Finanzen in den meisten Industrieländern wird durch die demografischen Trends noch verstärkt werden. Sofern das Renteneintrittsalter nicht geändert wird, wird die Erwerbsbevölkerung weiter zurückgehen, was zu geringeren Steuereinnahmen (sofern die Produktivität nicht stark ansteigt) und einem höheren Anteil der öffentlichen Ausgaben, die zur Finanzierung der Renten aufgewendet werden müssen, führt.

## EIN INFLATIONÄRERES UMFELD

Niedrige Inflation (2001-2020)	Strukturell höhere Inflation (2021-...)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Globalisierung</li> <li>• Restriktive Steuerpolitik</li> <li>• Ressourcenüberschuss (Arbeitskräfte und Rohstoffe)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geopolitische Spannungen</li> <li>• Expansive Steuerpolitik</li> <li>• Ressourcendefizite (sowohl bei Arbeitskräften als auch bei Rohstoffen)</li> </ul>

Viele Faktoren, die für das Umfeld niedriger Inflation in den vergangenen Jahrzehnten verantwortlich waren, verschwinden allmählich. Die Welt scheint von einem Überangebot zu einem Mangel an Ressourcen, sei es Arbeitskraft oder Rohstoffen, übergegangen zu sein, und das zu einer Zeit, in der viele staatliche Programme (Aufrüstung, Standortverlagerung, Energiewende) Rohstoff- und Arbeitsintensiv sind. Das Bestreben, Produktionsketten zurückzuführen und die westlichen Volkswirtschaften zu reindustrialisieren, wird ebenfalls zu Inflationsdruck führen, zumindest in der Anfangsphase.

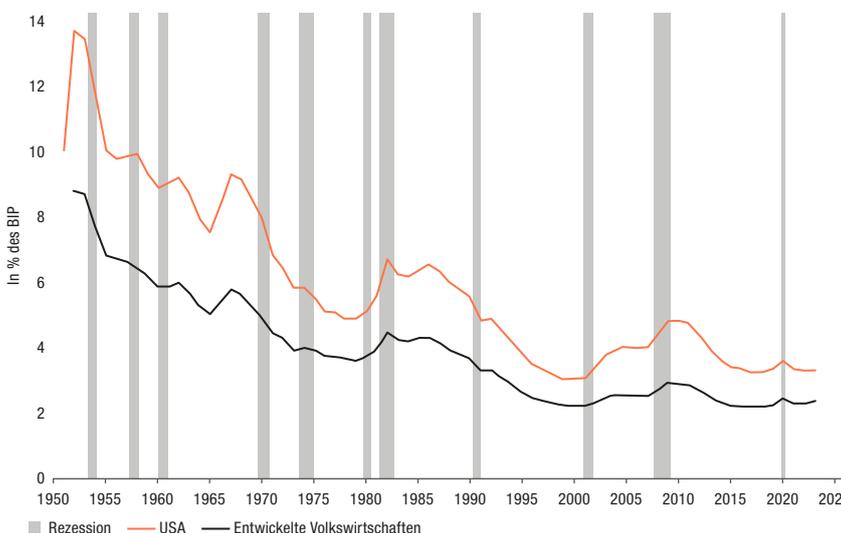
## IN DEN USA WERDEN DIE SCHULDENKOSTEN BALD DIE MILITÄRAUSGABEN ÜBERTREFFEN



Quelle: Evercore ISI

Zu den beiden traditionellen Mandaten der Federal Reserve – Eindämmung der Inflation und maximale Beschäftigung – sind zwei weitere Mandate hinzugekommen: der US-Regierung zu ermöglichen, sich weiterhin zu annehmbaren Zinsen finanzieren zu können und den Aktienmarkt zu stützen, der das bevorzugte Vehikel für die Finanzierung der Renten ist und immer mehr in den Mittelpunkt der Wirtschaft rückt. In der Vergangenheit führte eine deutliche Verschlechterung der Konjunktur häufig zu einem starken Rückgang der Aktienkurse. Seit Beginn dieses Jahrhunderts hat sich das Verhältnis umgekehrt. Es waren die starken Rückgänge am Aktienmarkt, die zu Rezessionen führten.

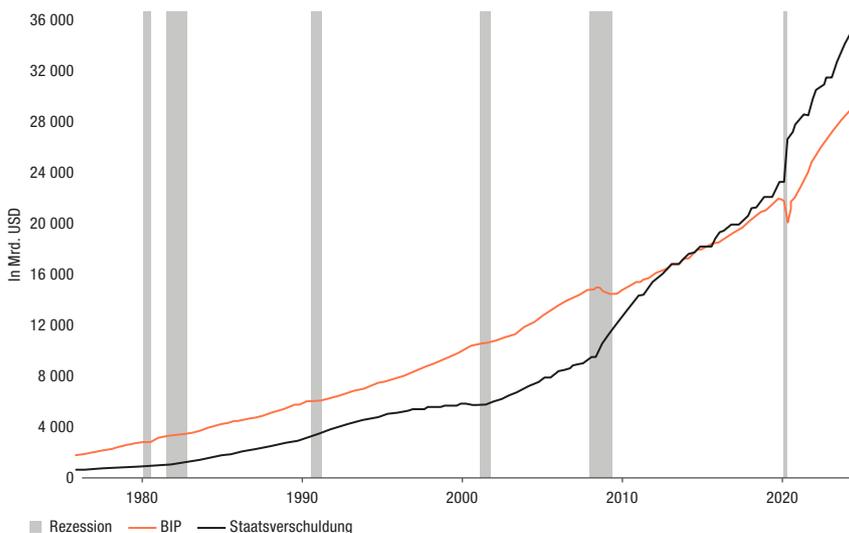
## MILITÄRAUSGABEN IN % DES BIP



Quelle: Minack Advisors

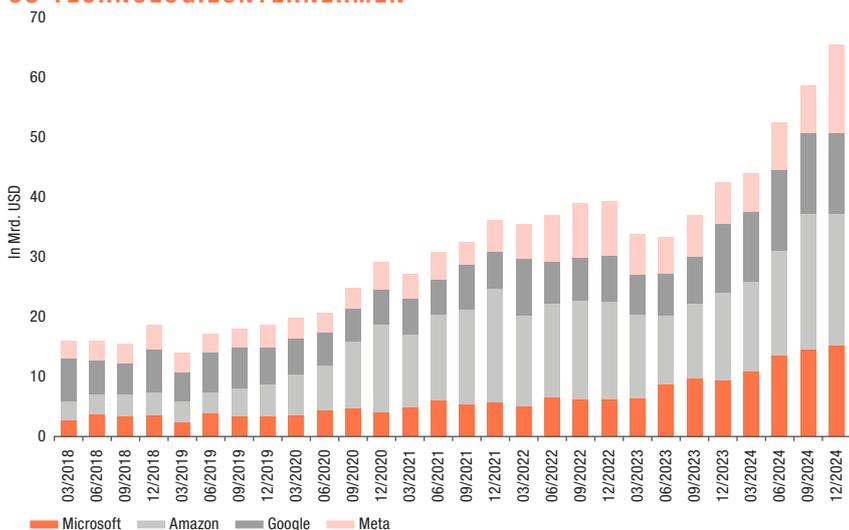
Aus den obigen Ausführungen ergibt sich, dass das Inflationsziel von 2 % nicht mehr wirklich aktuell ist. Oder besser gesagt, dass die 2 % eher eine Untergrenze als eine Obergrenze darstellen. Die Tatsache, dass die US-Zentralbank ihren Leitzins 2024 um 100 Basispunkte gesenkt hat, obwohl die Inflation bei rund 3 % geblieben ist, verdeutlicht dies. Die Kombination aus dem Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen niedrig zu halten, und dem Aufwärtsdruck auf die Inflation wird zu einem erneuten Rückgang der Realzinsen führen.

## STAATSVerschULDUNG UND BIP IN DEN USA



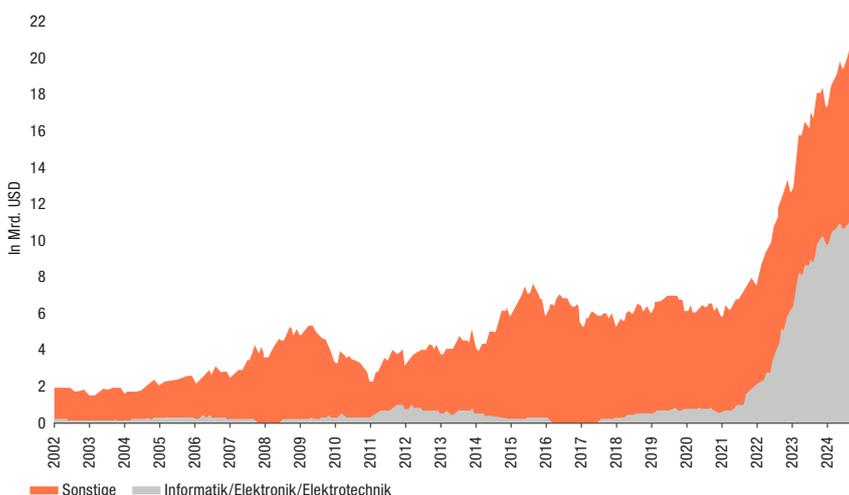
Die derzeitige Staatsverschuldung hat einen Höchststand erreicht, der in der Vergangenheit nur in Kriegszeiten zu beobachten war. Ein Blick auf historische Präzedenzfälle zeigt, dass die Senkung solcher Schuldenniveaus systematisch auf einer Kombination aus dauerhaft hoher Inflation und künstlich niedrigen Zinssätzen beruht, wodurch über einen langen Zeitraum negative Realzinsen geschaffen werden. Bei derart hohen Schuldenständen wird eine Sparpolitik oder eine Steuererhöhung, die direkt auf eine Reduzierung der Schulden abzielt, unpraktisch, da beides das Wirtschaftswachstum drosselt.

## INVESTITIONSAUSGABEN DER GROSSEN US-TECHNOLOGIEUNTERNEHMEN



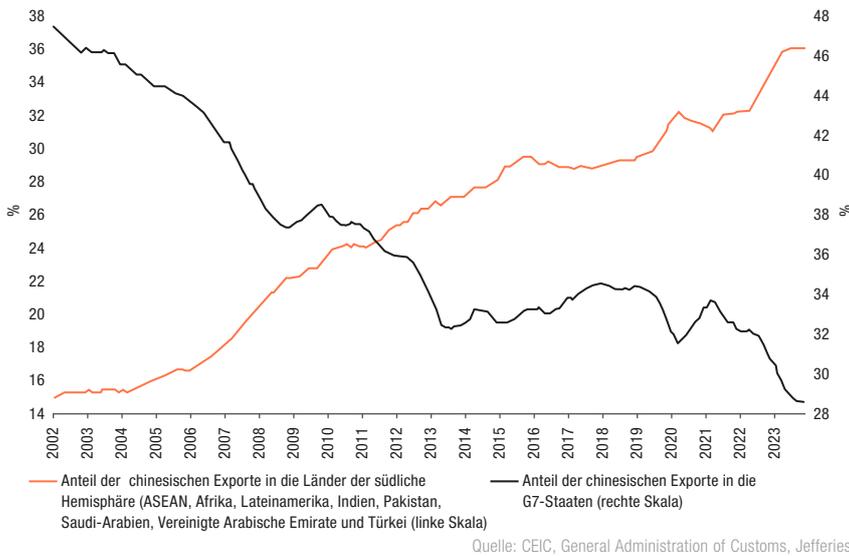
Die technologische Entwicklung wird für die Zukunft der Weltwirtschaft eine entscheidende Rolle spielen. Vor dem Hintergrund einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung ist eine Steigerung der Produktivität der einzige Weg, um ein nachhaltiges Realwachstum zu erreichen. Automatisierung und Digitalisierung werden zudem als Bremse gegen den Inflationsdruck wirken. Daher wird es wichtig sein, dass die Versprechungen der Künstlichen Intelligenz schnell umgesetzt werden.

## AUSGABEN DES PRIVATSEKTORS FÜR DEN BAU VON PRODUKTIONSSTÄTTEN IN DEN USA



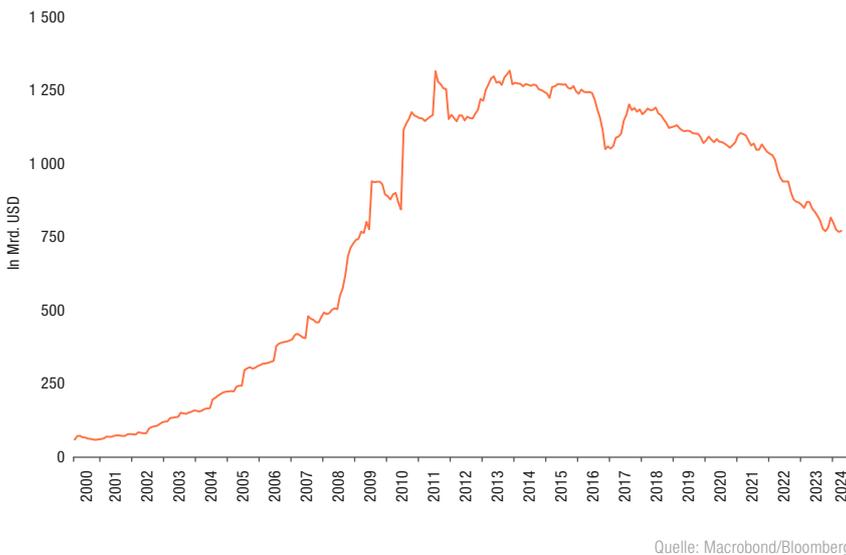
In der westlichen Welt war der Zeitraum zwischen der großen Finanzkrise 2008 und der Pandemie 2020 durch ein historisch niedriges Niveau der privaten Investitionen gekennzeichnet. Trotz hoher Gewinnmargen und sehr günstiger Finanzierungsbedingungen zögerten die Unternehmen, ihre Produktionskapazitäten zu erweitern, und stellten stattdessen die Vergütung ihrer Aktionäre in den Vordergrund. Dieser Trend könnte sich in den kommenden Jahren ändern, da die Lieferketten gesichert und die alternde Infrastruktur modernisiert werden müssen. Eine nachhaltige Wiederbelebung der Investitionen scheint eine unabdingbare Voraussetzung für die Korrektur der derzeitigen wirtschaftlichen Ungleichgewichte zu sein.

### CHINESISCHE EXPORTE NACH BESTIMMUNGSLÄNDERN



Die unipolare Welt, die dem Ende des Kalten Krieges folgte und die Globalisierung mit sich brachte, weicht zunehmend einer multipolaren Welt, die aus Länderblöcken besteht, die auf unterschiedlichen Wirtschaftsmodellen und/oder politischen Ideologien basieren. China will eine Alternative zum Finanzsystem von Bretton Woods schaffen, das auf dem US-Dollar und den US-Staatsanleihen basiert. Daher hat es mit mehreren Partnern Handelsabkommen unterzeichnet, die Transaktionen in Renminbi ermöglichen, und wichtige Initiativen ergriffen, wie die Gründung der Asiatischen Infrastrukturinvestitionsbank 2014 und die Einführung der Neuen Seidenstraße, um die Abhängigkeit von den US-dominierten internationalen Finanzinstitutionen zu verringern.

### VON CHINA GEHALTENE US-STAATSANLEIHEN



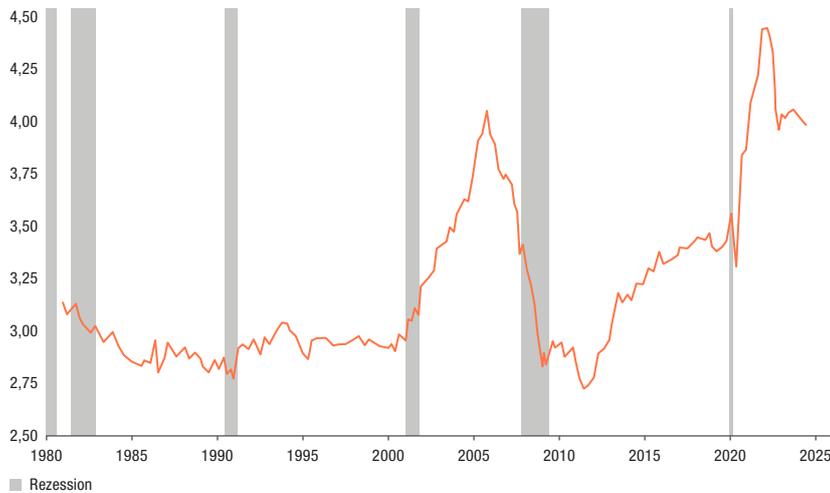
Die Osmose zwischen den USA und China ist eindeutig gestört. Bei dieser Osmose verzeichnete China einen großen Handelsüberschuss mit den USA und reinvestierte die daraus resultierenden Dollars in US-Staatsanleihen. Dieser Mechanismus kam beiden Mächten zugute. Während China seine industrielle Entwicklung förderte, profitierten die USA von niedrigen Zinssätzen und geringeren Produktionskosten durch die Verlagerung von Produktionsstätten nach Asien. Dieses stillschweigende Gleichgewicht geriet ins Wanken, als die USA den Aufstieg Chinas als Bedrohung ihrer Hegemonie wahrnahmen.

### DEISENANTEIL BEI FINANZIERUNGEN ÜBER SWIFT



Ein Abbau der derzeitigen Ordnung hätte große Auswirkungen auf die weltweiten Kapital- und Investitionsströme. Ein solcher Abbau bleibt jedoch für beide Seiten komplex. Der Westen ist bei der Produktion vieler grundlegender Güter stark von China abhängig und wird massive Investitionen benötigen, um diese Produktionsketten zurückzuführen. China ist auf die westlichen Märkte angewiesen, um seine Produkte abzusetzen. Die konkreten Modalitäten eines Zerfalls des derzeitigen Systems sind daher schwer voraussehbar.

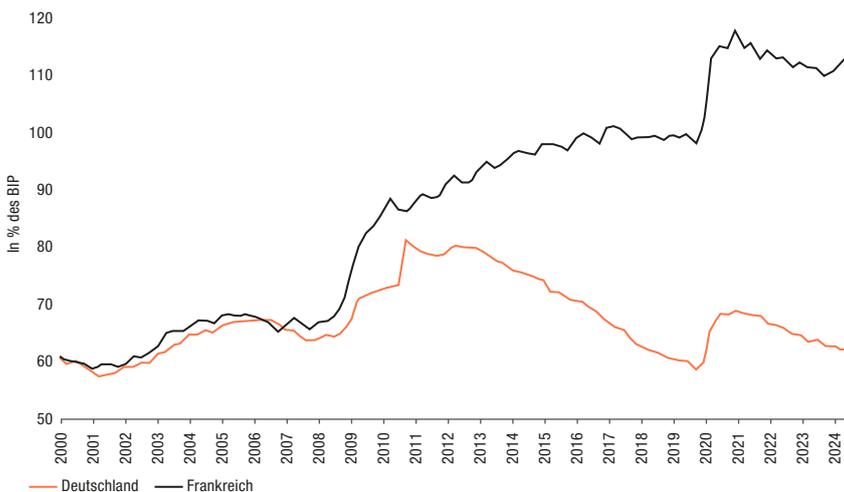
## KOSTEN EINES HAUSES IN DEN USA GETEILT DURCH MEDIANEINKOMMEN



Quelle: Piper Sandler

Innerhalb der meisten Länder nehmen die sozialen Ungleichheiten weiter zu und erklären den Aufstieg des Populismus. Der Aufschwung nach der Pandemie hat einen kleinen Kreis von Nutznießern auf Kosten einer zunehmend desillusionierten Mehrheit begünstigt. In den USA entfallen auf Haushaltsebene mittlerweile fast 60 % der Konsumausgaben auf das oberste Einkommensdrittel, während die reichsten 10 % allein ein Viertel der Ausgaben auf sich vereinen. In der Welt der Unternehmen sind die Ungleichheiten ebenso ausgeprägt. Die Rekordgewinne der großen Unternehmen im S&P 500 stehen im krassen Gegensatz zu den sinkenden Ergebnissen der kleinen und mittleren Unternehmen.

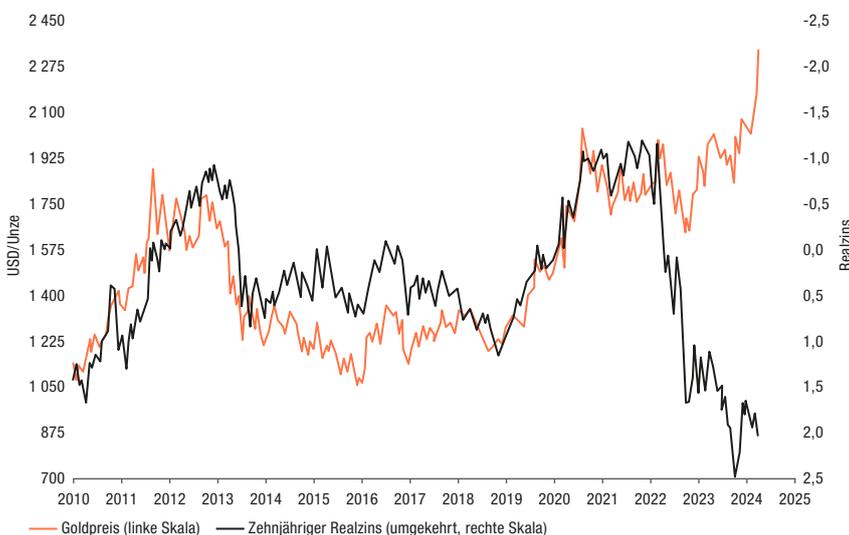
## STAATSVerschULDUNG IN DEUTSCHLAND UND FRANKREICH



Quelle: Deutsche Bundesbank, French National Institute of Statistics and Economic Studies (INSEE)

Fast 26 Jahre nach seiner Einführung ist der Euro immer noch fragil und steht auf einem unvollständigen institutionellen Fundament. Während der Krise 2012 hing das Überleben der Einheitswährung von einem aggressiven Eingreifen der Europäischen Zentralbank ab, die an der Grenze oder sogar über ihr gesetzliches Mandat hinaus handelte. Anfang 2025 befindet sich die Einheitswährung erneut in einer kritischen Situation. Deutschland hat ernsthafte wirtschaftliche Probleme, während die steuerliche Situation in Frankreich besonders besorgniserregend ist. All dies geschieht zu einem Zeitpunkt, an dem in beiden Ländern große politische Instabilität herrscht.

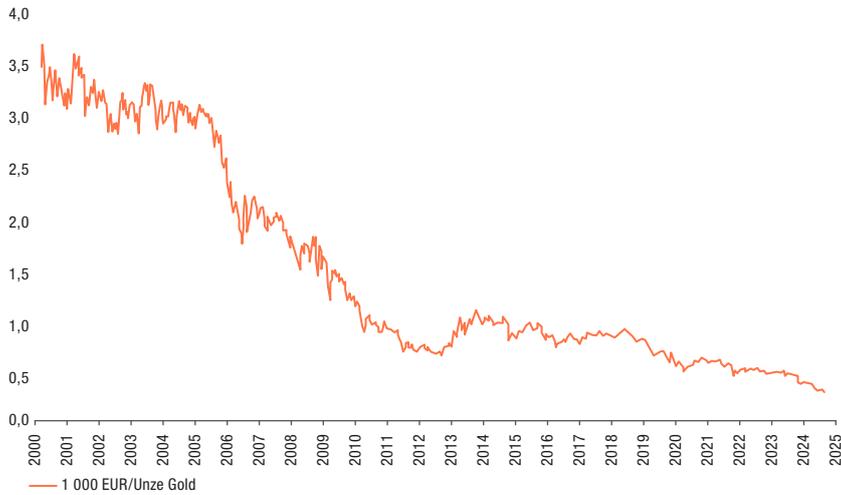
## GOLDPREIS UND REALZINSEN



Quelle: Bloomberg, NBER, Minack Advisors

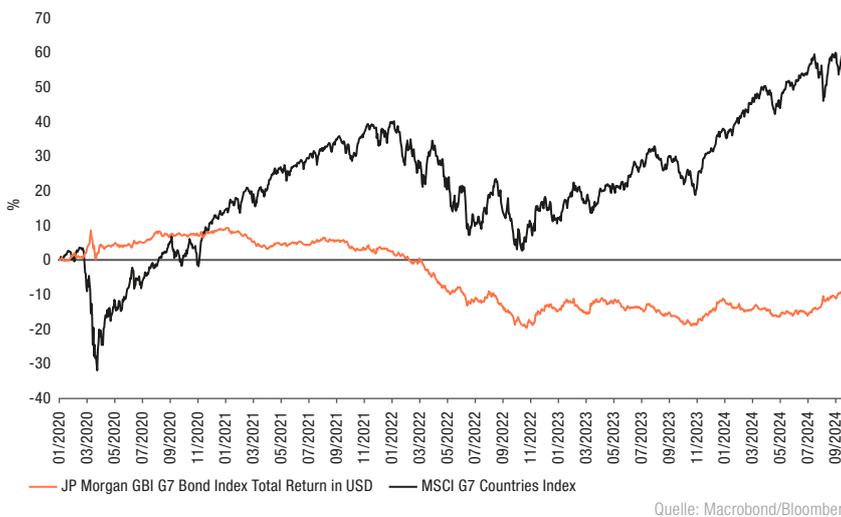
Die großen säkularen Trends bestimmen zunehmend das Verhalten der Finanzmärkte und stellen das Prisma in Frage, durch das Anleger die wichtigsten Anlageklassen und die Korrelationen zwischen ihnen zu bewerten pflegen. So stieg beispielsweise der Goldpreis trotz eines starken US-Dollars und steigender Realzinsen, und die Aktienmärkte legten trotz einer restriktiveren Geldpolitik und höherer langfristiger Zinssätze zu.

### ABWERTUNG DES EURO GEGENÜBER GOLD SEIT BEGINN DIESES JAHRHUNDERTS



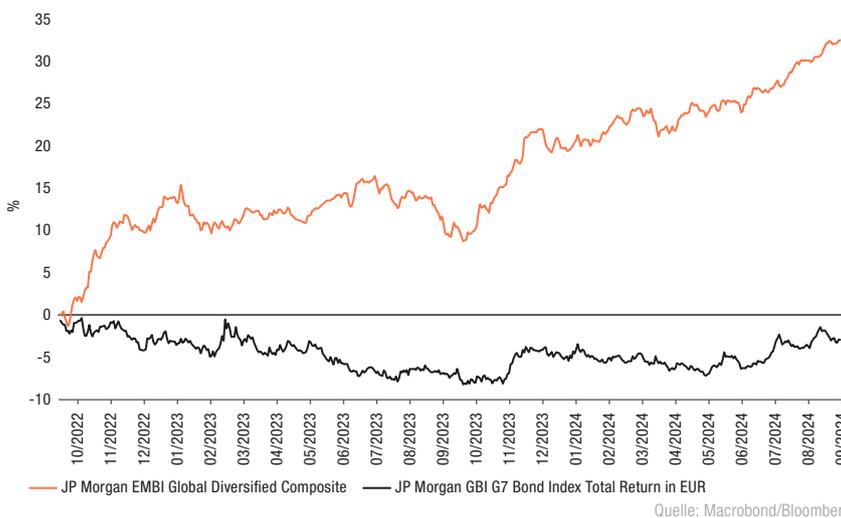
Der Anstieg der Aktienmärkte in den vergangenen Jahren spiegelt zu einem großen Teil die Abwertung der Papierwährungen wider. Seit Beginn dieses Jahrhunderts haben der Euro und der US-Dollar, gemessen an der Kaufkraft, rund 50 % ihres Wertes verloren. So ist der Preis für einen Kaffee bei Starbucks in den USA von 2,5 USD auf 5,25 USD und in der Eurozone (je nach Land) von 2,2 EUR auf 4,5 bis 5 EUR gestiegen. Der Kaufkraftverlust dieser Währungen ist in Bezug auf die Immobilienpreise noch viel größer. Aktien als reale Vermögenswerte ermöglichten es dem Anleger, diesem Kaufkraftverlust entgegenzuwirken.

### ENTWICKLUNG DER AKTIEN- UND ANLEIHEMÄRKTE DER G7-LÄNDER SEIT DER PANDEMIE



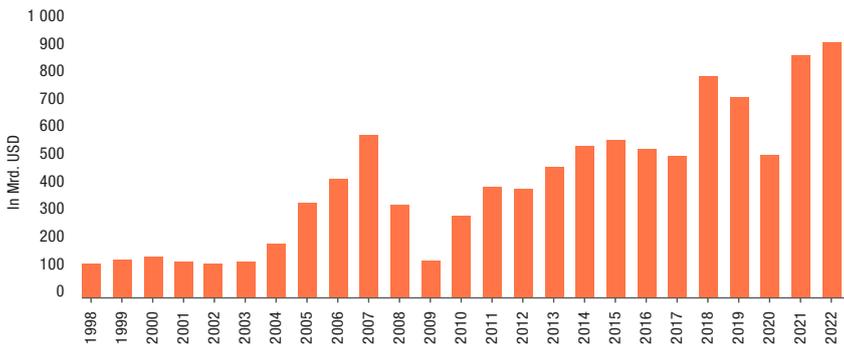
Die Vorstellung, dass Staatsanleihen von Industrieländern risikofreie Anlagen sind, wird angesichts der Verschlechterung der öffentlichen Finanzen eindeutig in Frage gestellt. Diese Anlageklasse wird zunehmend zwischen einem ständig wachsenden Angebot und einer immer geringeren (natürlichen) Nachfrage eingeeengt werden. Dies gilt umso mehr, als die angebotenen Renditen oftmals unattraktiv bleiben, ein deutlicher Anstieg dieser Renditen die Kosten der Schulden jedoch in die Höhe treiben würde. Die logische Schlussfolgerung daraus könnte die Rückkehr der Zentralbanken zu einer Politik der quantitativen Lockerung sein. Da es keine natürlichen Käufer gibt, werden sie es sein, die kaufen müssen.

### ENTWICKLUNG DER MÄRKTE FÜR STAATSANLEIHEN ZWISCHEN 2022 UND 2024: G7-LÄNDER VERSUS SCHWELLENLÄNDER



Staatsanleihen von Industrieländern können zeitweise noch eine taktische Rolle in den Portfolios der Anleger spielen (z. B. bei einer deutlichen Konjunkturabschwächung), aber das Hauptthema für die Anleihemärkte in den kommenden Jahren wird darin bestehen, die ausgetretenen Pfade zu verlassen. Staatsanleihen einiger Schwellenländer, deren Glaubwürdigkeit durch ihre Fähigkeit, auf die Abfolge von Krisen unterschiedlicher Art in den vergangenen Jahren zu reagieren, und durch ihre Bereitschaft, an einer verantwortungsvollen Geld- und Haushaltspolitik festzuhalten, gestärkt wurde, könnten einen Weg darstellen, den es zu erkunden gilt. Für Anleger, die nicht bereit sind, die Volatilität dieser Anleihen zu akzeptieren, stellen inflationsgebundene Anleihen aus Industrieländern eine interessante Alternative dar.

## AKTIENRÜCKKÄUFE VON UNTERNEHMEN IM S&P 500



Quelle: S&P Dow Jones Indices

Eine einfache Angebots-/Nachfrageanalyse zeigt, dass Anleger weiterhin Aktien gegenüber Anleihen bevorzugen sollten, oder genauer gesagt Aktien von Qualitätsunternehmen gegenüber Staatsanleihen. Bei anhaltend hohen Haushaltsdefiziten wird das Angebot an letzteren nur steigen, während das Angebot an Qualitätsaktien zwischen Fusionen und Übernahmen sowie Wertpapierrückkäufen nur sinken wird. Als Investor sollte man eher der Knappheit als dem Überfluss den Vorzug geben.

## WELCHE AKTIEN KAUFEN?

### INVESTIEREN

versus

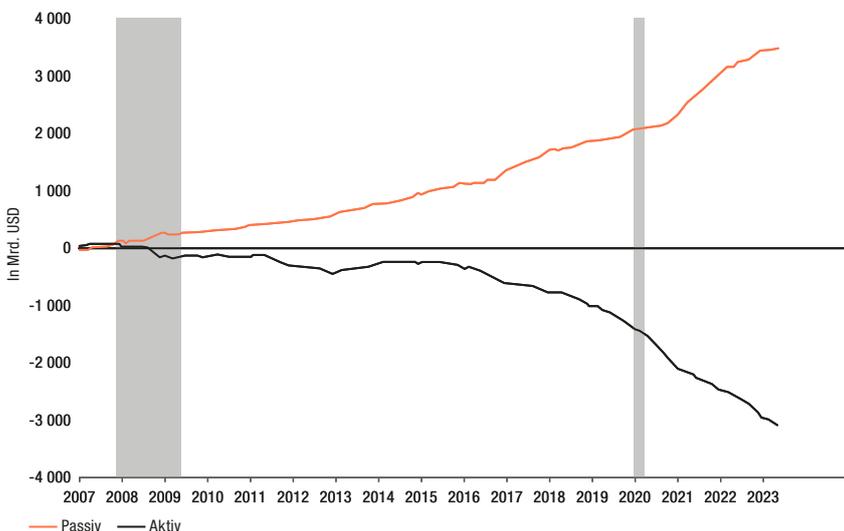
### SPEKULIEREN

Eine langfristige Beteiligung an einem Unternehmen auf der Grundlage seiner Fundamentaldaten und des zu zahlenden Preises eingehen.

Eine Aktie mit dem Ziel kaufen, sie zu einem höheren Kurs wieder zu verkaufen.

Die Frage lautet dann: Welche Aktien soll man kaufen? Um diese Frage zu beantworten, ist es wichtig, zwischen Investition und Spekulation zu unterscheiden. Beim Investieren werden die Fundamentaldaten der Unternehmen analysiert, wobei die Bewertung eine wichtige Rolle spielt. Die Spekulation beschäftigt sich andererseits kaum für diese Elemente und interessiert sich eher für das Momentum, d. h. mit dem Kauf eines Vermögenswerts mit dem Gedanken, ihn relativ schnell an jemand anderen zu einem höheren Preis weiterzuverkaufen. Wir befinden uns derzeit eindeutig in einem von der Spekulation dominierten Umfeld.

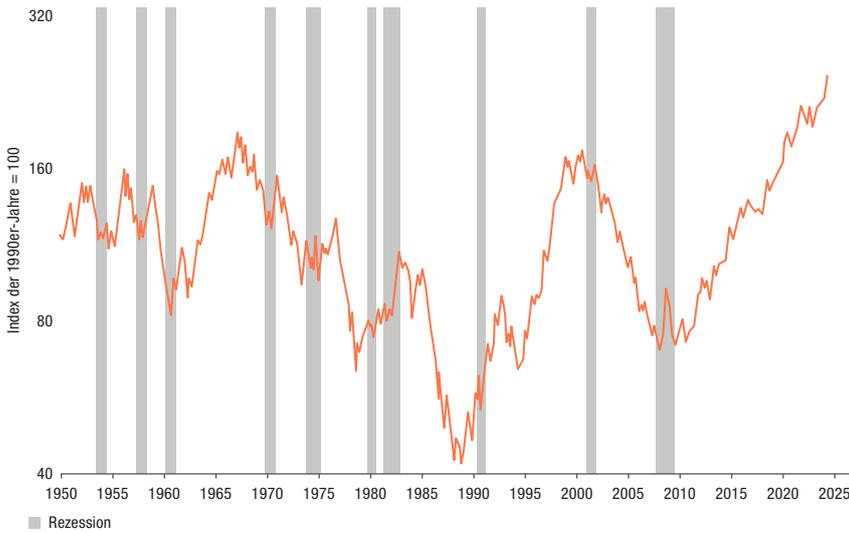
## ZUFLÜSSE IN AKTIENFONDS



Quelle: Minack Advisors

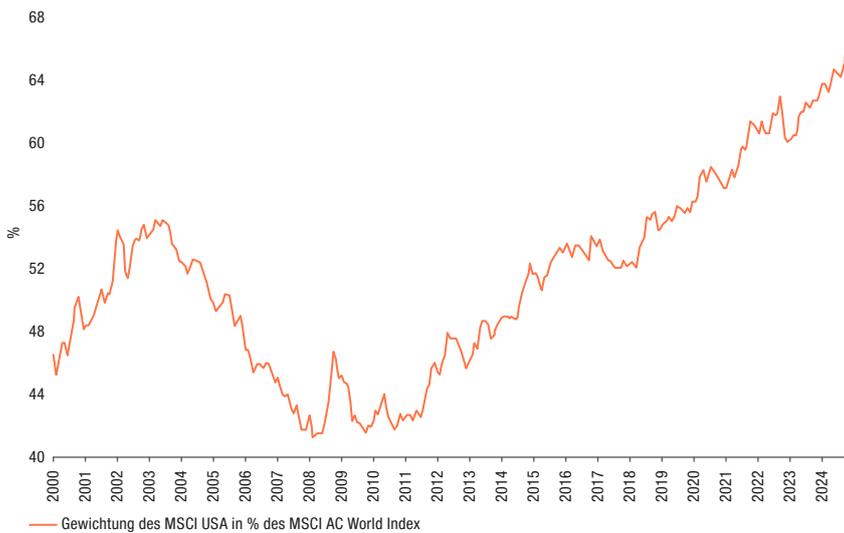
Die Bedeutung, die das passive Portfoliomanagement erlangt hat, verstärkt dies nur noch. Passives Management ist in Bezug auf die Bewertung weitgehend agnostisch, wobei das Ziel darin besteht, Aktien proportional zu ihrem Gewicht in einem Index zu kaufen. Und da in vielen dieser Indizes (angefangen beim S&P 500) das Gewicht der Wertpapiere durch ihre Marktkapitalisierung (Anzahl der Wertpapiere multipliziert mit dem Kurs) bestimmt wird, ziehen die Wertpapiere, die am stärksten gestiegen sind, das meiste Kapital an, was das Risiko einer Überbewertung mit sich bringt, während bei vernachlässigten Wertpapieren das Gegenteil

### 15 JAHRE OUTPERFORMANCE DES US-MARKTES



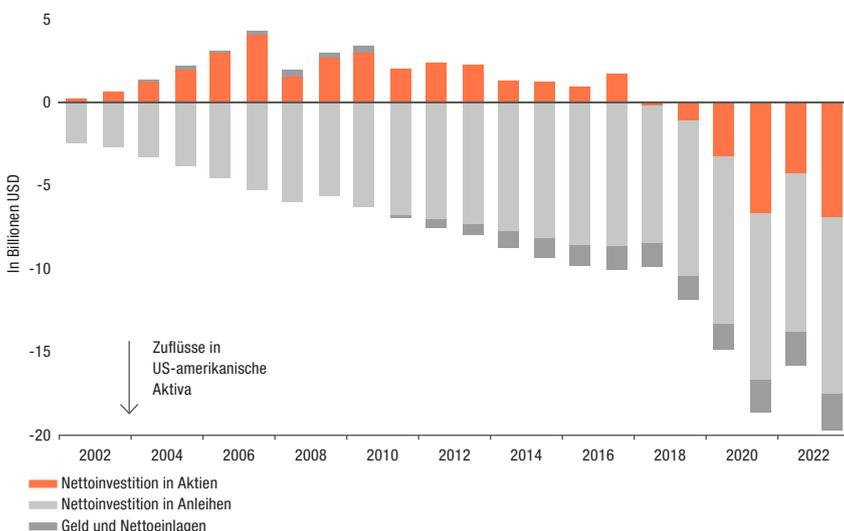
Zwei Faktoren trugen sicherlich zum Trend hin zur Indexierung bei. Erstens hat die besorgniserregende Situation in Bezug auf die Staatsverschuldung und die Haushaltsdefizite viele institutionelle Anleger dazu veranlasst, von Staatsanleihen auf Aktien umzusteigen. Gleichzeitig ziehen es viele ausländische Investoren vor, die Dollars aus ihren Handelsüberschüssen mit den USA in Aktien statt in Anleihen zu recyceln. Man kann mit Recht annehmen, dass diese beiden Anlegergruppen, da sie nicht auf Aktien spezialisiert sind, es vorgezogen haben, den Index zu kaufen, anstatt einzelne Aktien.

### GEWICHTUNG DES US-MARKTES IM WELTINDEX



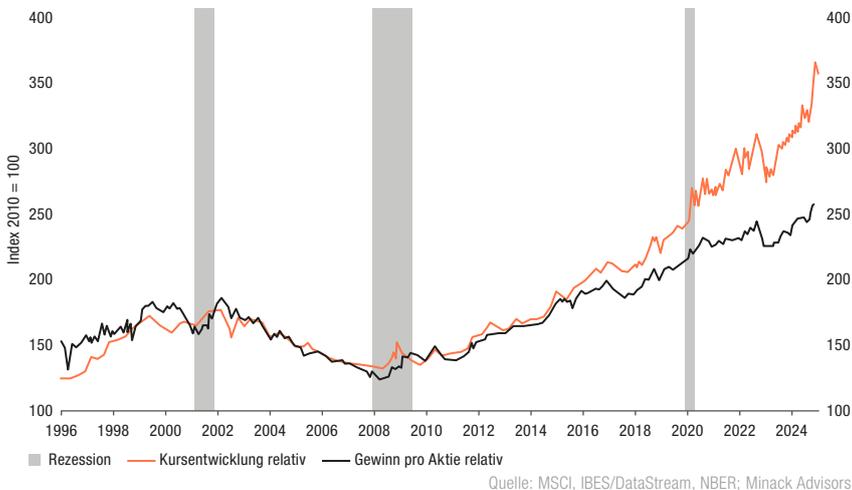
Auf die USA entfallen etwa 20 % des weltweiten Bruttoinlandsprodukts, aber der US-Markt macht fast 70 % des globalen Index aus. Ein solches Ungleichgewicht gab es seit Ende der 1980er-Jahre nicht mehr, als Japan weniger als 10 % des BIP, aber fast 50 % des Weltindex ausmachte. Der US-Markt ist zu einem so wichtigen Teil des Weltindex geworden, dass die wichtigste Frage, die sich ein Aktienanleger stellen muss, darin besteht, ob er ihn über- oder untergewichten soll. Und insbesondere, ob man die großen Technologiewerte über- oder untergewichten soll.

### INTERNATIONALE NETTOINVESTMENTPOSITION DER USA



Die üblichen Argumente für den US-Markt drehen sich um den „amerikanischen Exzeptionalismus“. Die Idee dahinter ist, dass die USA über einige grundlegende Vorteile verfügen, wie niedrigere Energiekosten, einen sehr großen Inlandsmarkt und die Tatsache, dass sie die Reservewährung und den Welthandel kontrollieren, wodurch sie im Prinzip kein Problem haben, ihre Defizite zu finanzieren. Hinzu kommt die Tatsache, dass US-amerikanische Unternehmen die digitale Wirtschaft zu dominieren scheinen. Dazu kam noch, dass die Wahl von Donald Trump möglicherweise eine neue Welle von Deregulierungen und Steuersenkungen mit sich bringt, die dem US-Markt zugutekommen könnte.

### DIE OUTPERFORMANCE DES US-MARKTES IST AUF EINEN ANSTIEG DER BEWERTUNGEN ZURÜCKZUFÜHREN



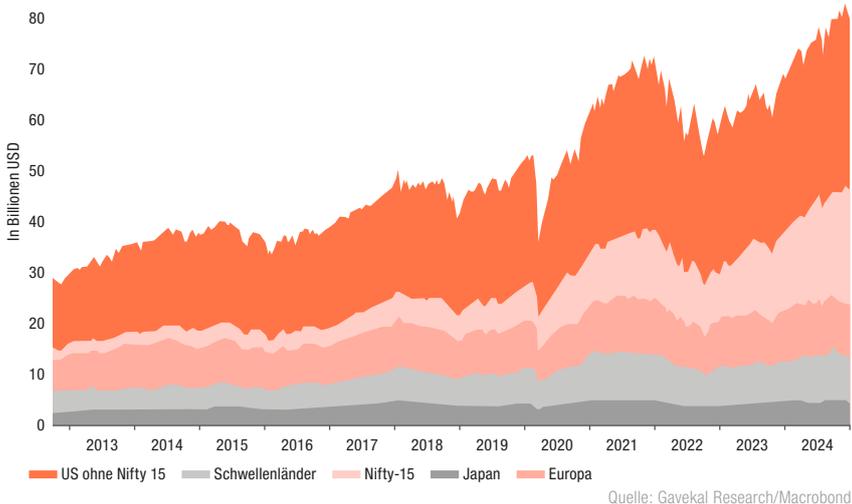
Tatsache ist jedoch, dass die Outperformance des US-Marktes seit 2017 durch den Anstieg des Bewertungsniveaus und nicht durch ein deutlich höheres Gewinnwachstum erklärt wird (so wie das höhere Wirtschaftswachstum in den USA in erster Linie auf ein deutlich höheres Haushaltsdefizit zurückzuführen ist). Daraus folgt, dass auf der Grundlage der meisten Bewertungskennzahlen die Prämie des US-Marktes heute historisch hoch ist. Ein weiterer Aspekt, der in Bezug auf die Performance des US-Marktes zu beachten ist, ist, dass sie auf eine sehr begrenzte Anzahl von Aktien zurückzuführen ist. Diese Enge lässt sich sogar im Technologiesektor feststellen. Seine Outperformance im vergangenen Jahr beruhte hauptsächlich auf einem einzigen Wert, Nvidia.

### HISTORISCHE OUTPERFORMANCE DES US-MARKTES IM VERGLEICH ZUM REST DER WELT



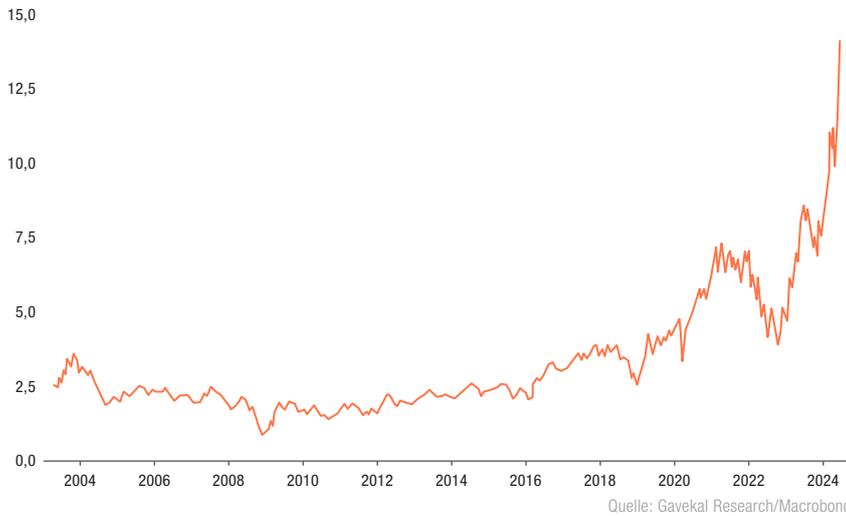
Die Outperformance des US-Marktes verdeutlicht das bekannte Phänomen, dass "die Märkte die Nachrichten machen". Dabei werden die Elemente, die den Anstieg verursacht haben, herangezogen, um eine weitere Aufwärtsbewegung zu rechtfertigen. Ein gutes Beispiel hierfür sind die Technologiewerte. Sie schienen 2022 ihren Glanz zu verlieren, bevor das Thema Künstliche Intelligenz ihnen eine neue Dynamik einhauchte. Es besteht kein Zweifel daran, dass die großen US-amerikanischen Technologiewerte insgesamt sehr gute Unternehmen sind. Sie verfügen über Wettbewerbsvorteile, erzielen wiederkehrende Einkommensströme und eine hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital. Allerdings sind sie heute sehr teuer, und ihr Gewinnwachstum beginnt, sich zu verringern. Mit der Cloud und der Künstlichen Intelligenz beginnen diese Unternehmen zudem, stärker miteinander zu konkurrieren, während sie bisher in ihrem Kerngeschäft ein Quasi-Monopol hatten.

### DIE 15 GRÖSSTEN US-UNTERNEHMEN SIND FAST SO VIEL WERT WIE DIE MÄRKTE EUROPAS, JAPANS UND DER SCHWELLENLÄNDER ZUSAMMEN



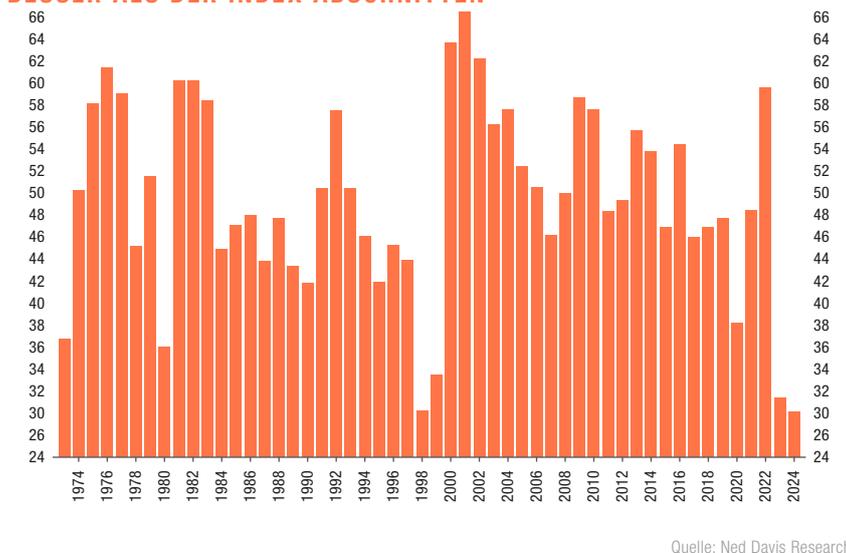
Es gibt zahlreiche Beispiele, die die Absurdität der aktuellen Situation belegen. Die Marktkapitalisierung der 15 größten US-Unternehmen entspricht der europäischen, japanischen und Schwellenländermärkte zusammen, die 27 größten Halbleiterunternehmen haben heute eine Gesamtkapitalisierung, die die der Energie- und Materialsektoren zusammen übersteigt, die Marktkapitalisierung von Tesla stieg in zwei Monaten um 850 Milliarden US-Dollar, was der Gesamtkapitalisierung der zehn nachfolgend größten Autoproduzenten entspricht.

### KURS-UMSATZ-VERHÄLTNIS VON HALBLEITERUNTERNEHMEN



Im Jahr 2000 wurden Unternehmen wie Cisco Systems oder Sun Microsystems mit mehr als dem zehnfachen oder sogar 20-fachen ihres Umsatzes gehandelt. In den folgenden drei Jahren verlor ihr Kurs zwischen 75 % und 90 %, und der Chef von Sun sagte Folgendes: „At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Do you realize how ridiculous those basic assumptions are?“ Heute ist die Zahl der Aktien, die zu mehr als dem Zehnfachen ihres Umsatzes gehandelt werden, im Technologiesektor wieder sehr hoch.

### PROZENTUALER ANTEIL DER UNTERNEHMEN IM S&P 500, DIE BESSER ALS DER INDEX ABSCHNITTEN



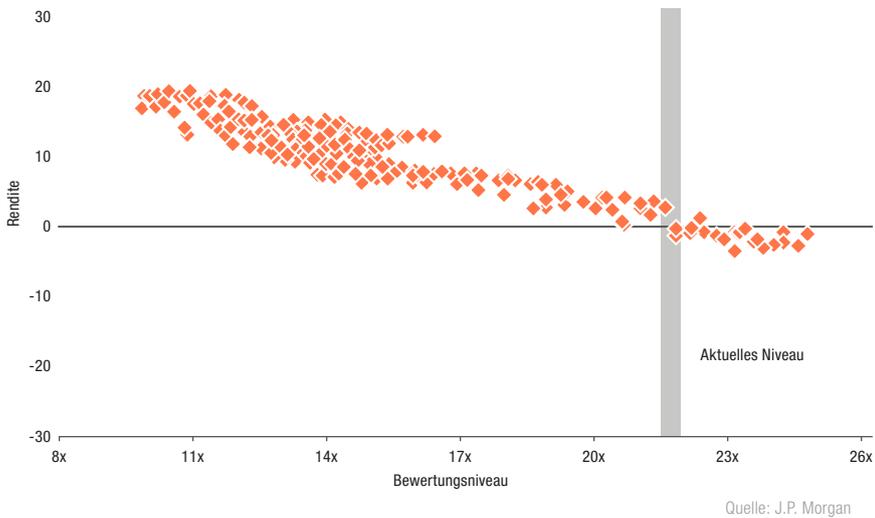
Das heutige Umfeld ähnelt in mancherlei Hinsicht dem zu Beginn dieses Jahrhunderts. Viele professionelle Manager treffen Entscheidungen nicht aufgrund ihrer Überzeugungen, sondern aus Angst, schlechter als ihr Referenzindex abzuschneiden und ihre Kunden oder ihren Arbeitsplatz zu verlieren. Dies hat zu einem neuen Anlageparadigma geführt, das von der Angst, den Aufwärtstrend zu verpassen, und nicht von der Analyse der Fundamentaldaten geprägt ist. Während Anlageentscheidungen in der Theorie rational getroffen werden sollten, werden sie in der Praxis aufgrund der Demokratisierung des Finanzwesens zunehmend auf der Grundlage von Emotionen getroffen. Dies gibt Anlass zur Sorge um die Stabilität der Finanzmärkte, die immer mehr einem Kasino ähneln, und damit auch um die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes.

### VERGLEICH DER ENTWICKLUNG DES US-DOLLARS 2024-2025 MIT DEM ZEITRAUM 2016-2017



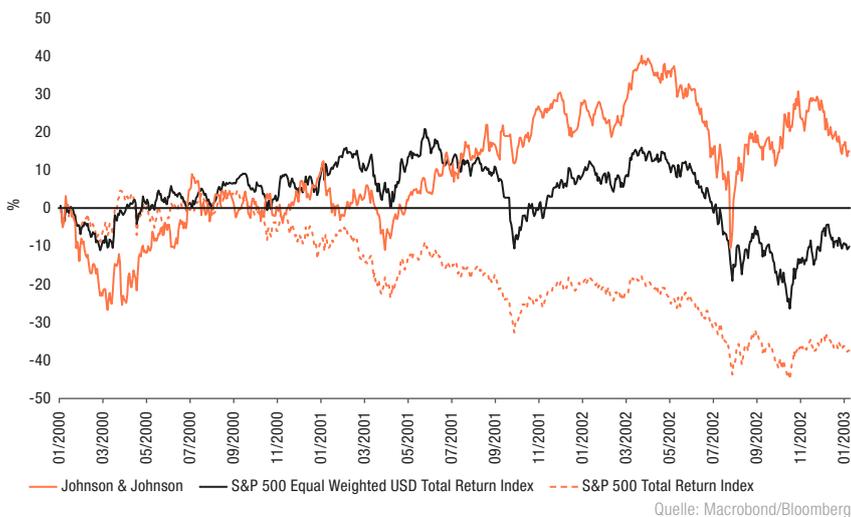
Damit sich eine Blase fortsetzt, muss sie immer mehr Kapital anziehen. Von den vielen Risiken für den US-Markt im Allgemeinen und den Technologiesektor im Besonderen (steigende Zinsen, hohe Erwartungen, potenzielle Enttäuschungen im Zusammenhang mit Künstlicher Intelligenz) scheint das Risiko einer Abwertung des US-Dollars das größte zu sein. Die Korrelation zwischen einem steigenden US-Dollar und einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung von US-Wachstumswerten ist derzeit sehr hoch. Ein starker US-Dollar ist jedoch unvereinbar mit dem Ziel der Trump-Regierung, die USA zu reindustrialisieren. So hat Donald Trump mehrfach erklärt, dass die US-Währung überbewertet sei. Die aktuelle Situation ähnelt der zu Beginn seiner ersten Amtszeit.

## AKTIENBEWERTUNG UND NACHFOLGENDE ANNUALISIERTE RENDITE ÜBER 10 JAHRE



Es besteht eine enge Korrelation zwischen Bewertung und langfristiger Rendite (aber nicht zwischen Bewertung und kurzfristiger Rendite). Die Bewertung des US-Marktes ist so hoch, dass die Rendite, die ein Anleger normalerweise erwarten kann, sehr niedrig ist. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass die hohe Bewertung des US-Marktes auf die hohe Gewichtung einer begrenzten Anzahl von Wertpapieren zurückzuführen ist. Mit anderen Worten: Der Index ist zwar teuer, aber viele US-Werte sind es nicht. In diesem Zusammenhang ist es daher wichtig zu beachten, dass es selbst in einem Bärenmarkt Wertpapiere gibt, die steigen.

## DIE VORTEILE VON AKTIVEM MANAGEMENT: S&P 500, GLEICHGEWICHTETER S&P 500 UND JOHNSON & JOHNSON ZWISCHEN 2000 UND 2002



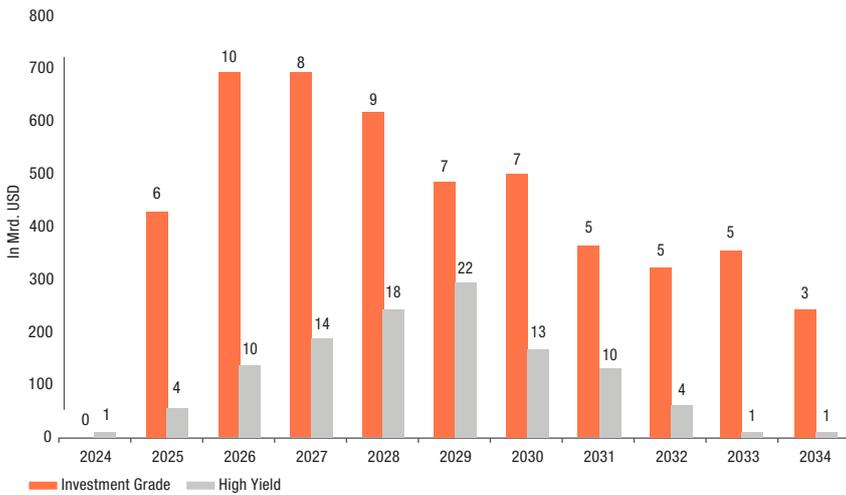
Die Kombination aus einem Umfeld, das für Aktien spricht, und teuren Aktienindizes spricht also eindeutig für ein aktives Portfoliomanagement, auch wenn es illusorisch scheint zu glauben, dass ein solches Management eine dauerhafte Outperformance erzielen kann, solange passives Anlegen weiter an Bedeutung gewinnt. Ein Anleger hat heute die Wahl, entweder auf die Momentum-Karte zu setzen und damit verbundene Risiken einzugehen oder sich für eine fundamental orientierte Strategie zu entscheiden, mit dem Risiko, zumindest kurzfristig schlechter als die Indizes abzuschneiden.

## IN DER TÜRKEI KÖNNEN AKTIEN SEIT DREI JAHREN DIE WÄHRUNGSABWERTUNG AUSGLEICHEN



Die Argumente, die für Aktien sprechen, sind nicht die, die man traditionell mit einem starken Aktienmarkt in Verbindung bringen würde. Die Weltwirtschaft ist nicht in guter Verfassung, das Finanzsystem sehr anfällig, die geopolitische Lage unsicher und die Aktienbewertungen hoch. Die Gründe für den Kauf von Aktien haben heute mit der Notwendigkeit zu tun, die Kaufkraft in einem Umfeld zu schützen, in dem Papiergeld immer weiter an Wert verliert.

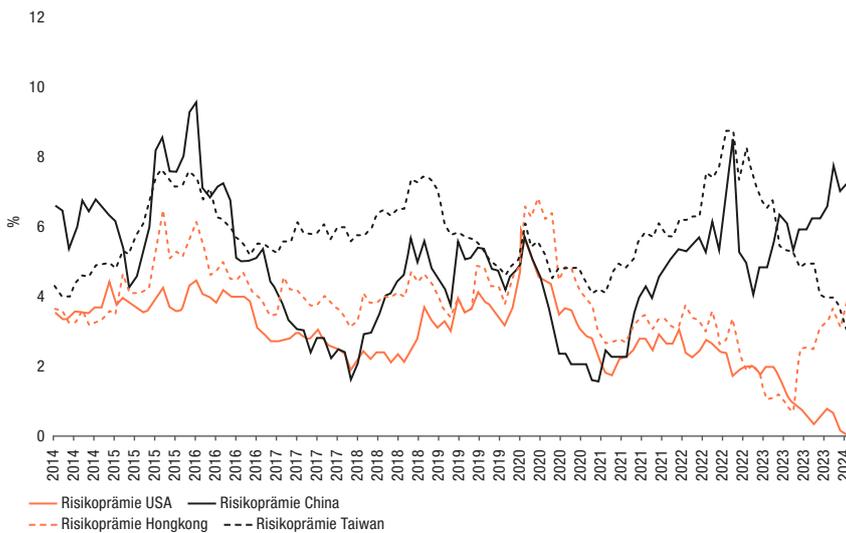
### ANLEIHEFÄLLIGKEITEN DES PRIVATEN SEKTORS IN DEN USA



Quelle: Minack Advisors

Aus dem oben Gesagten ergibt sich, dass langfristig gesehen Aktien gegenüber Anleihen bevorzugt werden sollten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Aktienmärkte ständig steigen werden. Kurzfristig könnte das Umfeld für Aktien deutlich ungünstiger werden. Neben der Unberechenbarkeit der neuen Regierung in den USA könnte die größte Gefahr für die Märkte von einer Liquiditätsverknappung ausgehen. Während die Märkte seit Ende 2022 von reichlich Liquidität profitiert haben, wird sich die Situation ab 2025 zu ändern beginnen, da ein Großteil der öffentlichen und privaten Schulden refinanziert werden muss. Wiederum scheint der US-Markt am stärksten gefährdet zu sein, da er am meisten von der steigenden Liquidität profitiert hat.

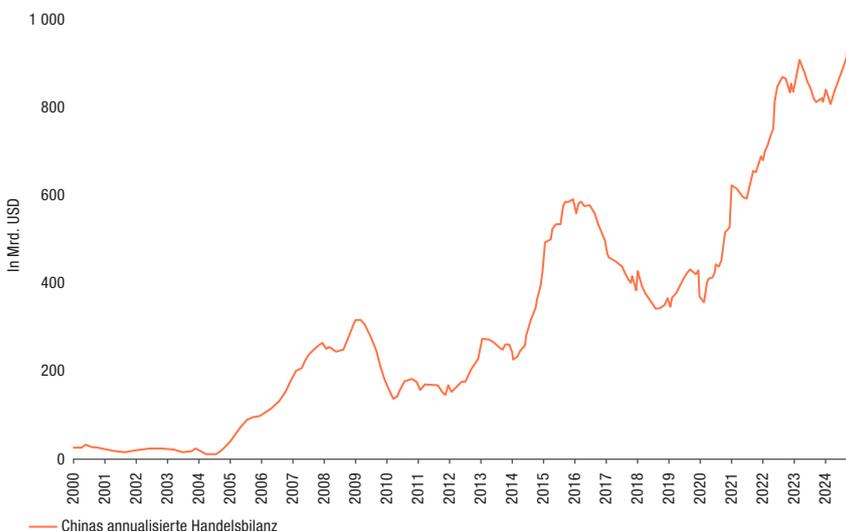
### HOHE RISIKOPRÄMIE DES CHINESISCHEN MARKTES



Quelle: Bloomberg, MSCI

Während der US-Markt teuer ist, ist es der chinesische Markt nicht. Die Risikoprämie, die chinesische Aktien bieten, ist besonders hoch. In China haben die Interessen der Partei eindeutig Vorrang vor den Interessen der Aktionäre. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Interessen beider notwendigerweise unvereinbar sind. Im Gegenteil: Die Behörden brauchen einen dynamischen Privatsektor, um ihre Wachstumsziele zu erreichen, und leistungsfähige Finanzmärkte, um ihre Glaubwürdigkeit zu stärken und sich als Zentrum eines Finanzsystems zu etablieren, das mit dem auf dem US-Dollar basierenden konkurriert.

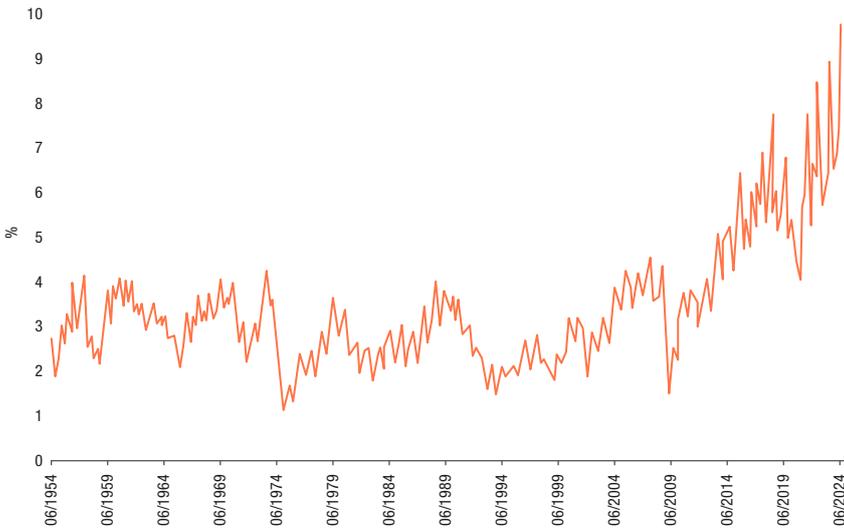
### CHINAS HANDELSÜBERSCHUSS



Quelle: CEIC Data, General Administration of Customs

Chinas Rekordhandelsüberschuss zeugt von der Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Unternehmen. Die Zeiten, in denen China zu niedrigen Kosten Produkte von minderer Qualität herstellte, sind eindeutig vorbei. Für einen Investor scheinen die Geschäftsmodelle der großen Akteure im Onlinehandel, bei Videospielen oder in den sozialen Medien besonders attraktiv zu sein, zumal diese Akteure in der Regel kaum vom US-Markt abhängig sind.

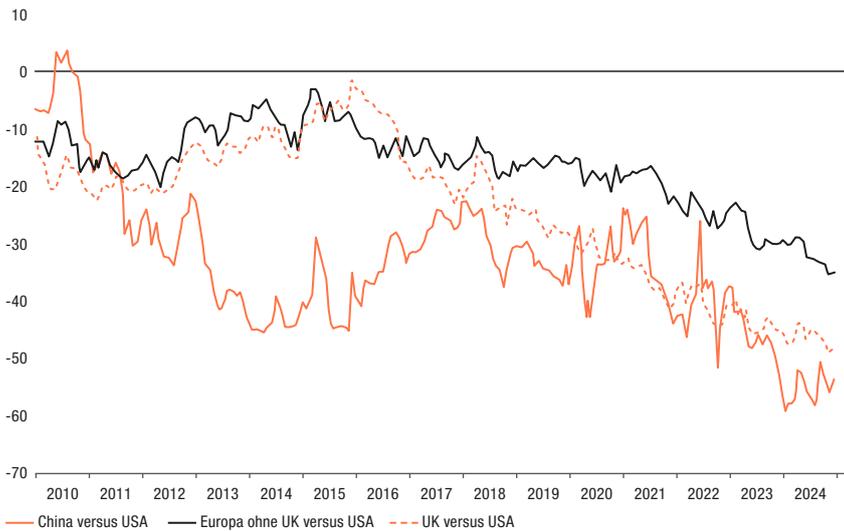
### GEWINNSPANNEN JAPANISCHER UNTERNEHMEN



Quelle: CLSA, Ministry of Finance

Die Verbesserung der Unternehmensführung ist ein Faktor, der den japanischen Markt in den kommenden Jahren unterstützen wird. Diese Verbesserung führt zu einer höheren Rentabilität des investierten Kapitals und einer besseren Behandlung der Aktionäre. Für ausländische Investoren haben japanische Aktien zudem den Vorteil, dass sie in einer besonders unterbewerteten Währung notiert sind. Und die Geschichte hat gezeigt, dass sich der japanische Markt in Zeiten einer Aufwertung des Yen sehr gut entwickeln kann, sofern diese Aufwertung nicht zu schnell und zu abrupt erfolgt.

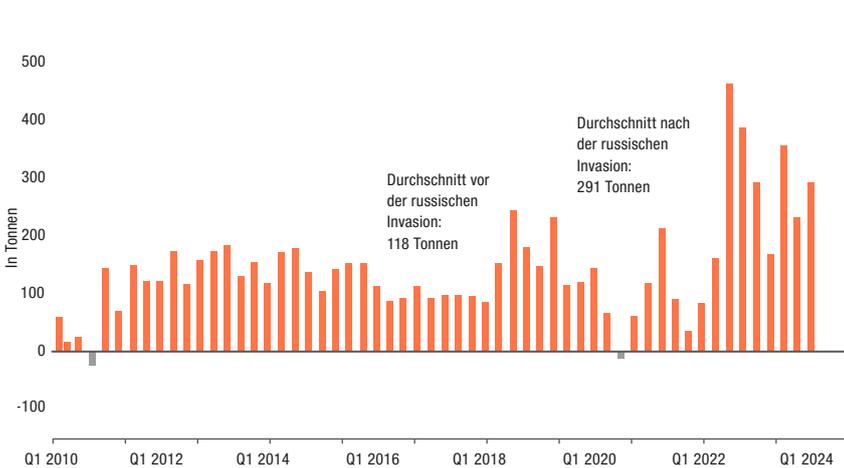
### BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VERGLEICH ZUM US-MARKT



Quelle: J.P. Morgan

Der europäische Markt wird mit einem erheblichen Abschlag gegenüber dem US-amerikanischen Markt gehandelt, was dazu führt, dass immer mehr europäische Unternehmen eine Notierung in den USA in Betracht ziehen. Ein Großteil dieses Abschlags ist auf die Zusammensetzung der Indizes zurückzuführen, mit einem deutlich höheren Gewicht der Wachstumssektoren in den USA und der Value-Sektoren in Europa, das weiterhin unter einem Mangel an Wachstumswerten leidet. Aber selbst, wenn man in denselben Sektoren bleibt, gibt es 2024 erhebliche Performanceunterschiede. Novo Nordisk fällt um 11 % im Vergleich zu einem Anstieg von Eli Lilly um 33 %, oder ASML fällt um 2 % im Vergleich zu einem Anstieg von Nvidia um 177 %. Insgesamt sind die Bewertungsniveaus europäischer Qualitätsunternehmen heute attraktiver als vor einem Jahr.

### GOLDKÄUFE DER ZENTRALBANKEN



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Die aufstrebende geopolitische Landschaft spricht weiterhin für eine Investition in Gold. Die Käufe der Zentralbanken sind weniger preissensibel und Teil einer kürzlich formulierten Strategie des BRIC-Blocks, ihre Handelsüberschüsse über andere Kanäle als US-Treasuries zu recyceln, die ihren Glanz als sichere und neutrale Anlagen verloren haben. Die Maßnahmen zur Verringerung der Abhängigkeit vom US-Dollar stehen erst am Anfang. Die Finanznachfrage könnte zurückkehren, sobald klar ist, dass die Zentralbanken gezwungen sind, die Zinsen zu senken und ihre Programme zum Kauf von Staatsanleihen wieder aufzunehmen. Als Währung profitiert das gelbe Metall, dessen Angebot begrenzt ist, außerdem davon, dass es kein Gegenparteiisiko aufweist.

Wenn Sie „Perspectives“ nicht mehr erhalten möchten,  
können Sie sich hier abmelden:

[www.bdl.lu/noperspectives](http://www.bdl.lu/noperspectives)

---

Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen herausgegeben von BLI - Banque de Luxembourg Investments („BLI“). Die in dieser Publikation veröffentlichten Darstellungen und Meinungen stellen jene der Autoren dar und nicht die von BLI. Die in dieser Publikation veröffentlichten Finanz- und Wirtschaftsinformationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken auf Basis der Informationen, die zum Publikationstermin bekannt waren. Diese Informationen enthalten weder eine Anlageberatung, -empfehlung oder -aufforderung zu investieren noch eine rechtliche oder steuerliche Beratung. Jede Information sollte mit größter Sorgfalt verwendet werden. BLI übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit, Aktualität oder Vollständigkeit dieser Informationen. BLI kann nicht haftbar gemacht werden für die Ergebnisse dieser Informationen oder Entscheidungen auf Basis dieser Informationen, die eine Person, unabhängig, ob BLI-Kunde oder nicht, trifft; diese Personen bleiben weiterhin verantwortlich für ihre eigenen Entscheidungen. Interessierte Personen müssen zusichern, dass sie die Risiken, die ihren Anlageentscheidungen zugrunde liegen, verstehen, und sollten von Investments solange Abstand nehmen, bis sie, in Verbindung mit ihren eigenen professionellen Beratern, die Angemessenheit ihrer Investments im Hinblick auf ihre persönliche finanzielle Situation sorgfältig abgewägt haben, insbesondere im Hinblick auf rechtliche, steuerliche und buchhalterische Aspekte. Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung eines Finanzinstruments in der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Erträge ist.

Nr. **182** – 1. Halbjahr 2025

**Perspectives**

Redaktionsschluss:

17/01/2025

Autor und Herausgeber:

BLI - Banque de Luxembourg Investments

16, Boulevard Royal

L-2449 Luxembourg

Tel.: (+352) 26 26 99 33 18

info@bli.lu

[www.bli.lu](http://www.bli.lu)