

Perspectives

Analyse der Finanzmärkte

Makroökonomisches Umfeld

3

- Eine weltweite Rezession scheint immer wahrscheinlicher.
- Die sich hartnäckig haltende Inflation in der Dienstleistungsbranche verhindert einen raschen Rückgang der Teuerung.
- Die Notenbanken in den USA und in Europa zeigen sich entschlossen, trotz der Konjunkturabschwächung an ihrem Zinsstraffungskurs festzuhalten.

Finanzmärkte

9

- Der Rückgang der Börsenkurse seit Jahresbeginn stellt keine Kaufgelegenheit dar.
- Insbesondere die Gewinnerwartungen scheinen angesichts der bevorstehenden Konjunkturabschwächung zu hoch.
- Das Risiko eines weiteren starken Anstiegs der Anleihezinsen scheint dagegen begrenzt zu sein.

Besuchen Sie unsere Website

www.bli.lu

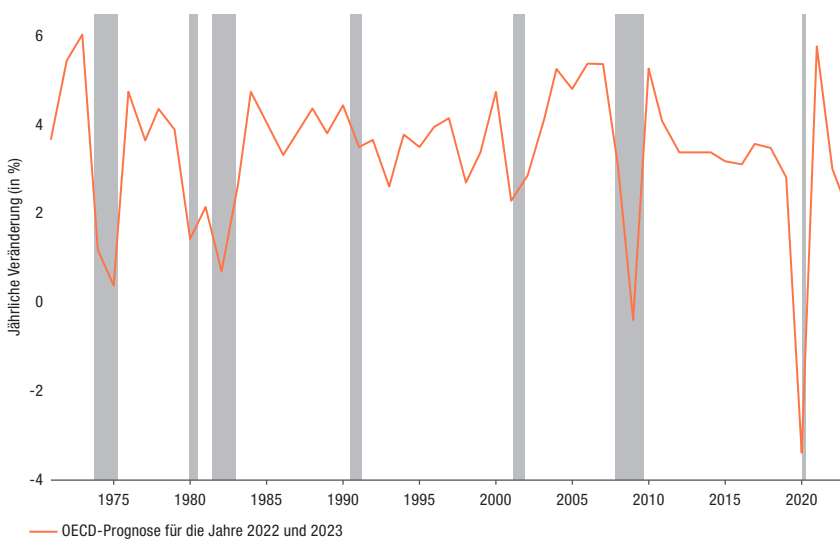
Eine Publikation von

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Makroökonomisches Umfeld

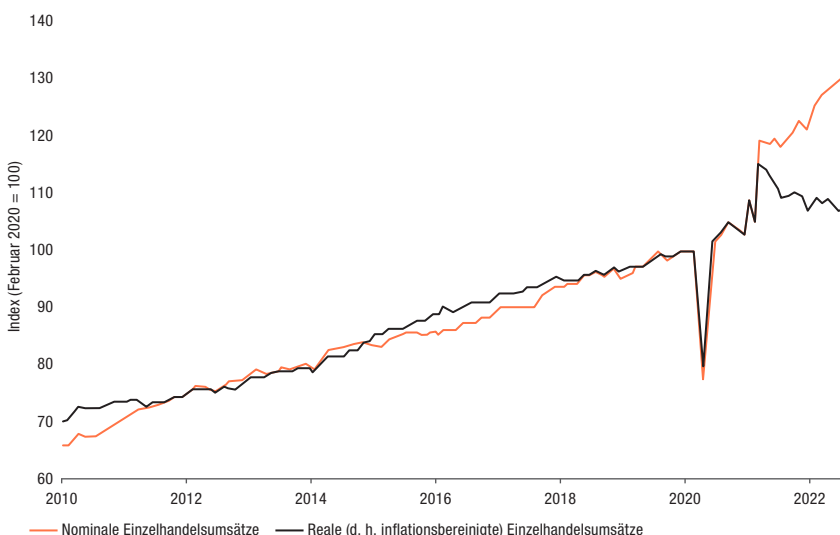
WELTWEITES REALES BIP-WACHSTUM



Quelle: Evercore ISI, OECD

Nach ihrem fulminanten Wachstum 2021 bremsst die Weltwirtschaft seit Jahresbeginn immer stärker ab. Die fiskal- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen zur Bekämpfung der Folgen der Anfang 2020 ausgebrochenen Pandemie sind ausgelaufen, die Energiekosten als Folge der russischen Invasion in die Ukraine stark gestiegen – beides mindert die Kaufkraft der privaten Haushalte und schwächt die globale Nachfrage. Die Zinserhöhungen der Zentralbanken, die sich in der Regel zeitversetzt um zwölf bis 18 Monate auf die Konjunktur auswirken, zeigen nun erste negative Folgen, vor allem in den Schlüsselbranchen Bau und Immobilien. Nicht zuletzt belastet auch die Schwäche der chinesischen Wirtschaft die weltweite Konjunktur. China wird seine offiziellen Wachstumsziele in diesem Jahr allem Anschein nach verfehlen. Grund hierfür sind die Null-Covid-Politik und die anhaltende Schwäche der Immobilienbranche. Bislang konnten die robusten Arbeitsmärkte ein Abgleiten in die Rezession verhindern. Ein Blick in die Geschichte zeigt jedoch, dass die Kombination aus starken Zinsstraffungen und drastisch steigenden Energiekosten für eine sanfte Landung der Weltwirtschaft nicht zuträglich ist.

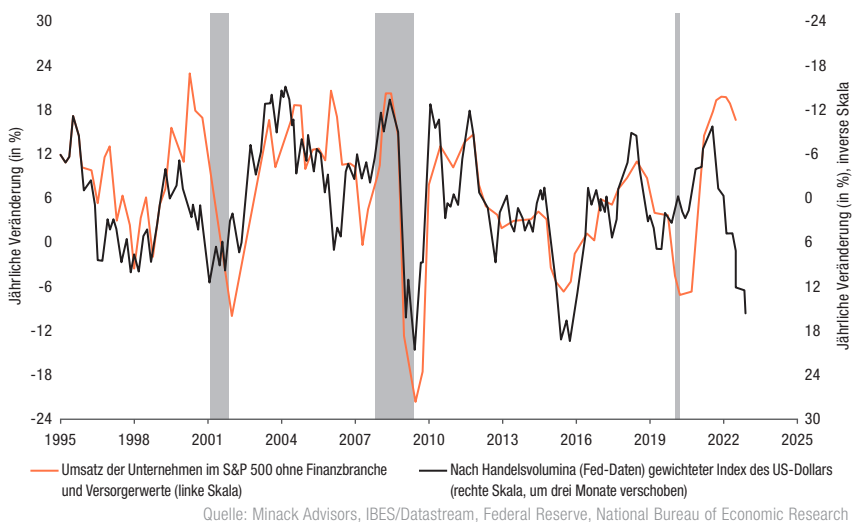
AUSWIRKUNG DER INFLATION AUF DIE EINZELHANDELSUMSÄTZE IN DEN USA



Quelle: Oxford Economics/Haver Analytics

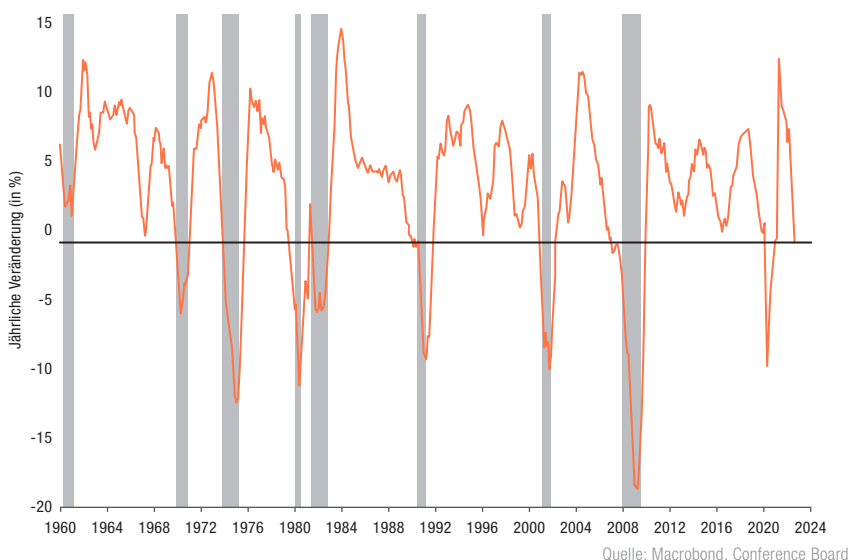
Auch wenn die USA die Lokomotive der Weltwirtschaft bleiben, zeichnen sich auch hier erste Anzeichen von Schwäche ab. So sank das reale Bruttoinlandsprodukt in den USA sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal, was gemäß der allgemein anerkannten Definition das Merkmal einer Rezession ist. Dennoch wird das National Bureau of Economic Research (NBER), das für die Einstufung von Rezessionsphasen in den USA zuständig ist, die Konjunkturschwäche im ersten Halbjahr vermutlich nicht offiziell als Rezession bezeichnen, wenn es die Ursachen für die Konjunkturschwäche betrachtet. Der BIP-Rückgang resultierte nämlich aus der gleichzeitigen Schwäche der Unternehmensinvestitionen, der privaten Immobilienkäufe und der öffentlichen Ausgaben. Im Gegensatz dazu hält das moderate Wachstum des privaten Konsums, gestützt durch die Vollbeschäftigung, weiter an. Doch auch der Konsum weist erste Risse auf. Die gestiegenen Einzelhandelsumsätze sind im Wesentlichen auf das höhere Preisniveau zurückzuführen, während die realen Volumina bereits rückläufig sind. Das Ende der pandemiebedingten Einschränkungen hatte in den Sommermonaten zu einem euphorischen Ausgabeverhalten geführt und die Dienstleistungsbranchen gestützt. Wenn sich die Situation wieder normalisiert, könnte sich der Binnenkonsum wieder abschwächen, wodurch eine Rezession unvermeidlich würde.

WERT DES US-DOLLARS UND UMSATZ DER UNTERNEHMEN IM S&P 500



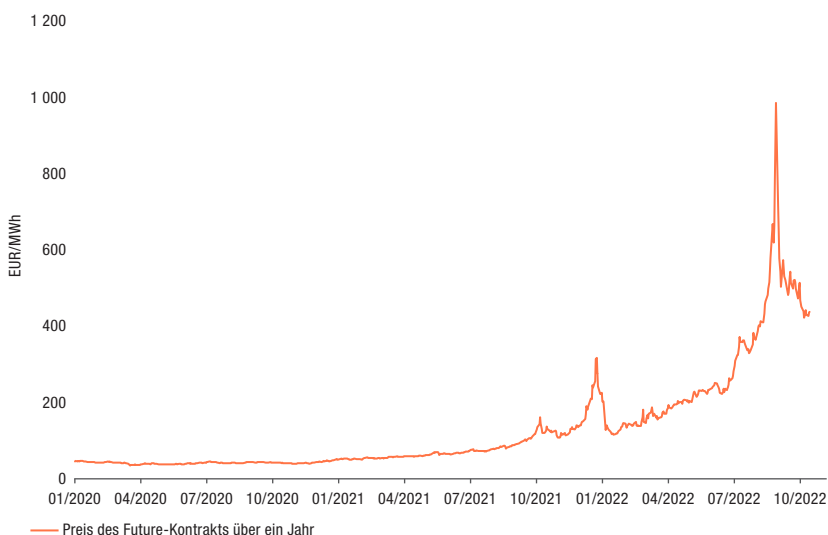
Die Unternehmen gehörten 2021 zu den größten Nutznießern der enormen öffentlichen Hilfsmaßnahmen in den USA. Durch den Aufschwung nach der Pandemie konnten sie ihre Umsätze beträchtlich steigern. Auch ihre Gewinnmargen, die bereits vor dem Ausbruch der Pandemie im Februar 2020 deutlich über dem langfristigen Durchschnitt gelegen hatten, konnten erheblich erhöht werden. Nun scheint sich die Situation umzukehren, die Unternehmen erleben in vielerlei Weise Gegenwind. Das Ende der öffentlichen Hilfsprogramme und der schwächere private Konsum belasten die Umsätze; gleichzeitig steigen die Kosten aufgrund der höheren Energiepreise und gestiegener Arbeitskosten. Zudem leiden die Unternehmensgewinne unter den Zinserhöhungen und dem starken US-Dollar; letzterer lässt den Wert der außerhalb der USA erzielten Gewinne schrumpfen. Der Druck auf die Unternehmensgewinne wird zwangsläufig zu einem spürbaren Rückgang der Unternehmensinvestitionen führen, was wiederum das Wachstumspotenzial der US-Wirtschaft verringern wird.

KOMPOSITINDEX DER FRÜHINDIKATOREN IN DEN USA



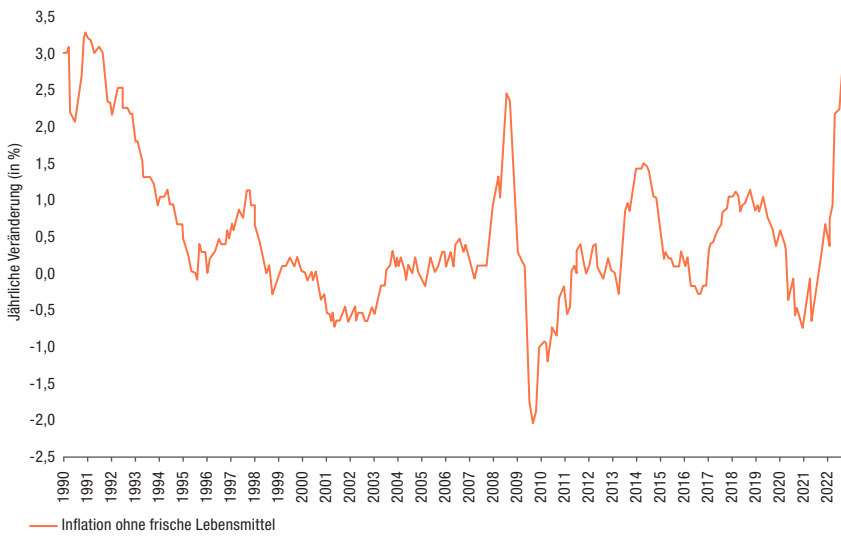
Der Kompositindex der Frühindikatoren des Forschungsinstituts Conference Board ist einer der verlässlichsten Kenngrößen zur Bewertung der Wachstumsperspektiven in den USA. Er besteht aus zehn Frühindikatoren, die unterschiedliche Segmente der Wirtschaft beurteilen, so z. B. den Arbeitsmarkt, die Fertigungsbranche, die Baubranche, den privaten Konsum, die Finanzmärkte und die Geldpolitik. Derzeit verzeichnen alle Komponenten dieses Index einen Rückgang – mit Ausnahme des Arbeitsmarktes, der zeitverzögert reagiert und damit nicht repräsentativ für die weitere Wirtschaftsentwicklung ist. Ein Rückgang des Kompositindex um 1 % im gleitenden Jahresvergleich (so wie wir ihn zurzeit erleben) deutete in der Vergangenheit immer auf eine bevorstehende Rezession hin – mit einer einzigen Ausnahme in den späten 1960er-Jahren.

STROMGRUNDPREIS IN DEUTSCHLAND



Verglichen mit den USA scheint die wirtschaftliche Lage in Europa noch prekärer, da die Wirtschaft diesseits des Atlantiks stärker unter den aktuellen Krisen und Konflikten leidet. Der Krieg in Europa, für den eine diplomatische Lösung nicht abzusehen ist, und die Schwierigkeiten, bezahlbare Alternativen zu russischem Gas zu finden, haben zu einem heftigen Preisanstieg der Gas- und Strompreise geführt. Dies zwingt Regierungen, die privaten Haushalte und Unternehmen durch die Wintermonate hindurch finanziell zu unterstützen. Seit die Wirtschaft aus ihrem pandemiebedingten Tief herausgefunden hat, sind gerade einmal zwei Jahre vergangen. Nun bringen neue staatliche Hilfsprogramme weitere schwere Belastungen der staatlichen Budgets mit sich, und dies, obwohl das Verschuldungsniveau zahlreicher Länder des Euroraums bereits jetzt nicht mehr tragbar ist. Es überrascht daher nicht, dass Deutschland von seinen europäischen Partnern des Alleingangs bezichtigt wurde, als das Land staatliche Hilfgelder im Umfang von 200 Milliarden Euro ankündigte. Damit werde, so der Vorwurf, die Gefahr einer Fragmentierung des Euroraums vergrößert. Auch wenn die aktuellen Wirtschaftsdaten trotz der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren erstaunlich robust bleiben, wird die Abwendung einer schwereren Wirtschafts- oder Finanzkrise für die Regierungen angesichts der weltweiten Rezession eine immer größere Herausforderung.

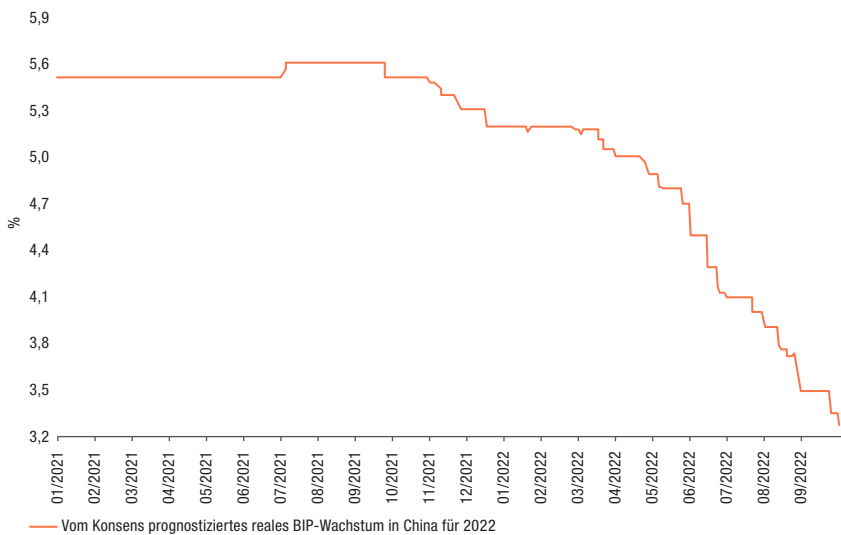
INFLATION IN JAPAN



Quelle: Jefferies, Ministerium für Inneres und Kommunikation

Die japanische Wirtschaft wächst weiter in moderatem Tempo und gemäß den Erwartungen. Trotz der Rückgänge der für das Land so wichtigen Exportbranche zeigt die Wirtschaft keine größeren Ermüdungserscheinungen. Im zweiten Quartal wuchs das japanische BIP um 2,2 % p. a. Der Wert lag damit leicht über dem des letzten Quartals 2019, unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie. Die Bank of Japan ist eine der wenigen Notenbanken, die sich trotz steigender Inflation bislang nicht von ihrer extrem expansiven Geldpolitik verabschiedet hat. Zwar ist der Preisauftrieb in Japan geringer als in den westlichen Industriestaaten und ausschließlich auf den Anstieg der Energie- und Lebensmittelpreise zurückzuführen. Allerdings lag die globale Inflation (ohne frische Lebensmittel) im August mit 2,8 % auf ihrem höchsten Stand seit 30 Jahren. Dies verringert die Kaufkraft der privaten Haushalte, zumal die Löhne und Gehälter kaum steigen. Auch wenn wohl unwahrscheinlich ist, dass sich die Strategie der Bank of Japan noch vor dem Ende der Amtszeit des derzeitigen Präsidenten Haruhiko Kuroda im April 2023 ändert, nimmt der Druck auf die obersten japanischen Währungshüter zu. Sie sollen, so die Forderungen, die Kontrolle über die Zinskurve abgeben und damit einen Anstieg der langfristigen Zinsen zulassen, wie auch eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar, der zurzeit auf seinem niedrigsten Stand seit 1990 liegt.

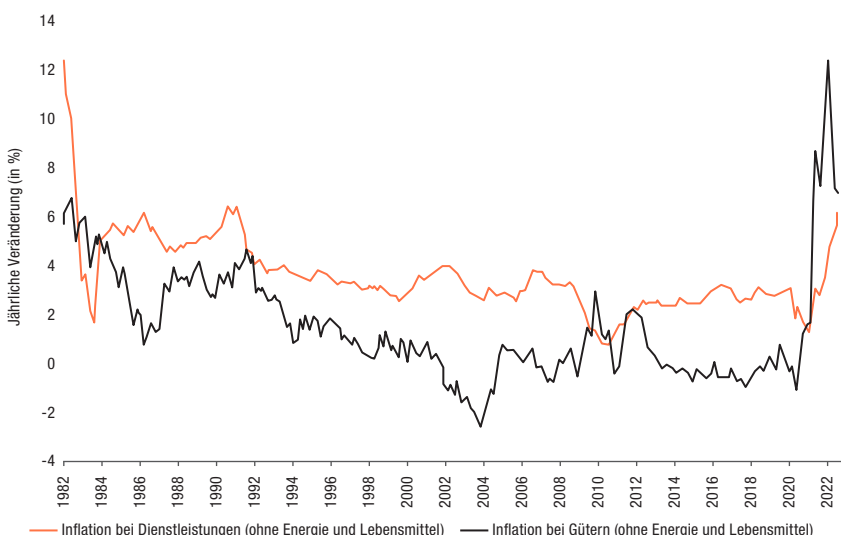
REALES BIP-WACHSTUM IN CHINA



Quelle: Jefferies, Bloomberg

Trotz diverser staatlicher Hilfsprogramme bleibt das Wirtschaftswachstum in China schwach. Hauptgründe hierfür sind das Klima der allgemeinen Verunsicherung angesichts der staatlichen Null-Covid-Politik und der nach wie vor schwache Immobilienmarkt. Diese beiden Faktoren wirken zusammen und verstärken sich gegenseitig. Aufgrund des Vertrauensverlusts der privaten Haushalte nehmen Immobilientransaktionen ab, und die Wohnungspreise sinken. Die Zahl der Baubeginne ging in den ersten acht Monaten dieses Jahres um 37 % gegenüber dem Vorjahr zurück. Eine Analyse des Internationalen Währungsfonds zeigt, dass 45 % der Immobilienentwickler in Schwierigkeiten geraten könnten, ihre Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen und dass 20 % von ihnen insolvent werden könnten, wenn ihre Bestände zum aktuellen Marktwert bewertet würden. Auch wenn die Schwäche des Immobiliensektors durch die gesteigerten öffentlichen Infrastrukturinvestitionen zum Teil abgefangen wird, haben Analysten die Wachstumsprognosen für das Land mehrfach nach unten korrigieren müssen. Mittlerweile geht man nur noch von einem realen BIP-Wachstum von etwa 3 % aus.

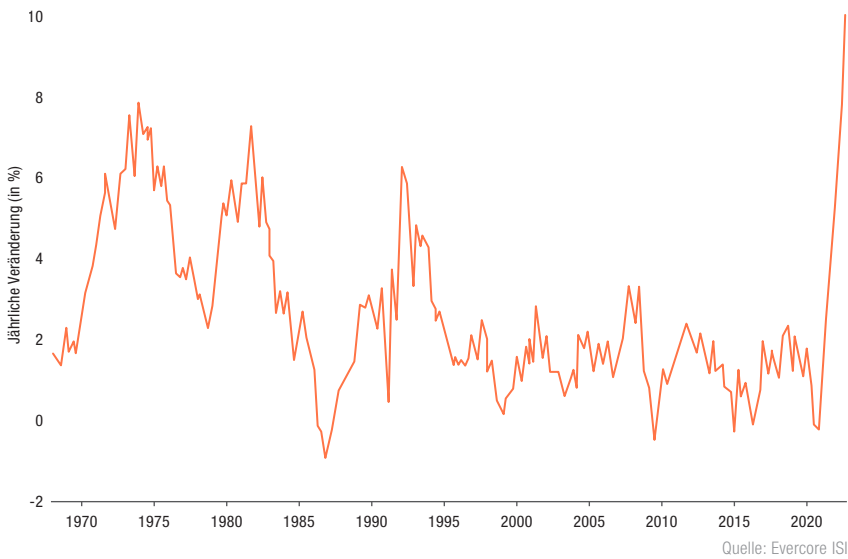
INFLATION BEI GÜTERN UND DIENSTLEISTUNGEN IN DEN USA



Quelle: Jefferies, US Bureau of Labor Statistics

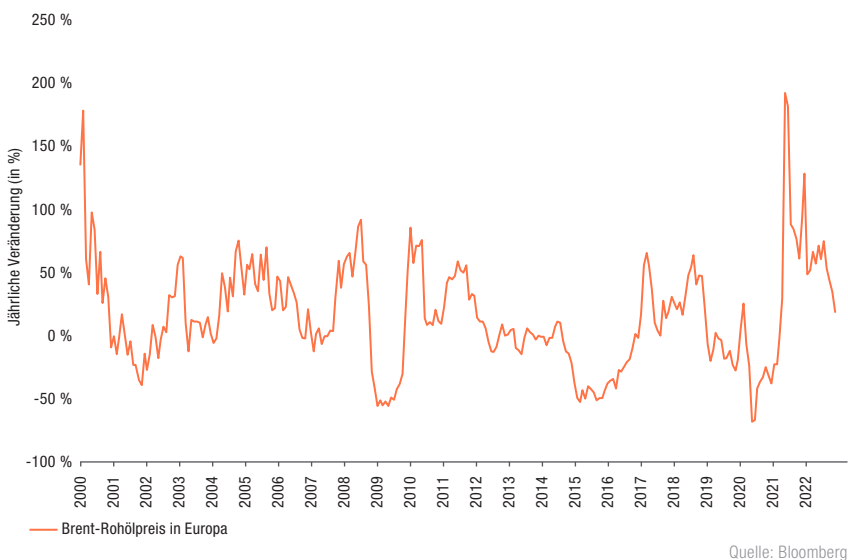
In den USA scheint die Inflation nun endlich ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Nachdem die globale Inflationsrate im Juni mit 9,1 % ein Rekordhoch erreicht hatte, sank sie im dritten Quartal schrittweise und lag im September bei 8,2 %. Die Inflation ohne Energie und Lebensmittel hingegen stieg im dritten Quartal weiter, von 5,9 % auf 6,6 %. Dabei läuft die Preisentwicklung von Gütern und Dienstleistungen derzeit auseinander. Die Güter verteuern sich zwar weiter, doch der Aufwärtstrend schwächt sich mittlerweile ab, da sich die Nachfrage nach dem Post-Covid-Boom wieder normalisiert. Bei den Dienstleistungen setzt sich der rasche Preisanstieg hingegen fort, hinter dem die steigenden Gesundheits- und Transportkosten stehen. Auch die wichtige Komponente der Mietkosten, die den Immobilienpreisen mit einer leichten Verzögerung folgt, steigt bislang noch stark an. Auch wenn in der nächsten Zeit keine neuen Inflationsrekordstände zu erwarten sein dürften, ist umgekehrt ein größerer oder schneller Rückgang der Teuerung ebenso unwahrscheinlich. Im Gegenteil: Die sich hartnäckig haltende Inflation in der Dienstleistungsbranche dürfte den erwarteten Rückgang der Inflation bei Gütern zum großen Teil wieder wettmachen, so dass die globale Teuerungsrate immer noch weit über der wichtigen Zwei-Prozent-Marke bleiben sollte.

INFLATION IN DEUTSCHLAND



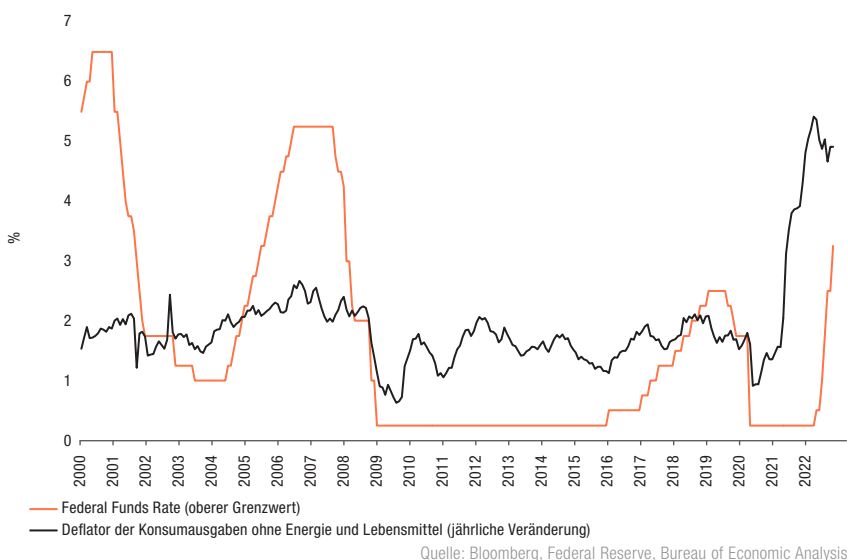
In der Eurozone stieg die Inflation in den Sommermonaten weiter, bedingt durch die hohen Energiepreise als Folge des Ukrainekriegs. Mittlerweile liegt die Inflationsrate in Europa über der in den USA. Im September erreichte die Teuerung in Deutschland die Rekordmarke von 10 % über ein Jahr. Das ist der höchste Wert seit Dezember 1951, der selbst während der Ölkrise der 1970er-Jahre nicht erreicht wurde. Auch die Inflation ohne Energie und Lebensmittel steigt in der Eurozone – ein Zeichen dafür, dass sich der Preisdruck generalisiert und die steigenden Energiekosten auf das gesamte Wirtschaftsgefüge durchschlagen. Daher ist es nicht überraschend, dass sich Forderungen nach Lohn- und Gehaltssteigerungen mehrten und es zu destabilisierenden Arbeitskämpfen kommt. Sollten die Energiepreise in Europa aufgrund des Ukrainekriegs bis zum Ende des Winters nicht sinken, könnte die Inflation nur minimal nachlassen, selbst wenn sich die Konjunktur weltweit abschwächt.

ÖLPREIS



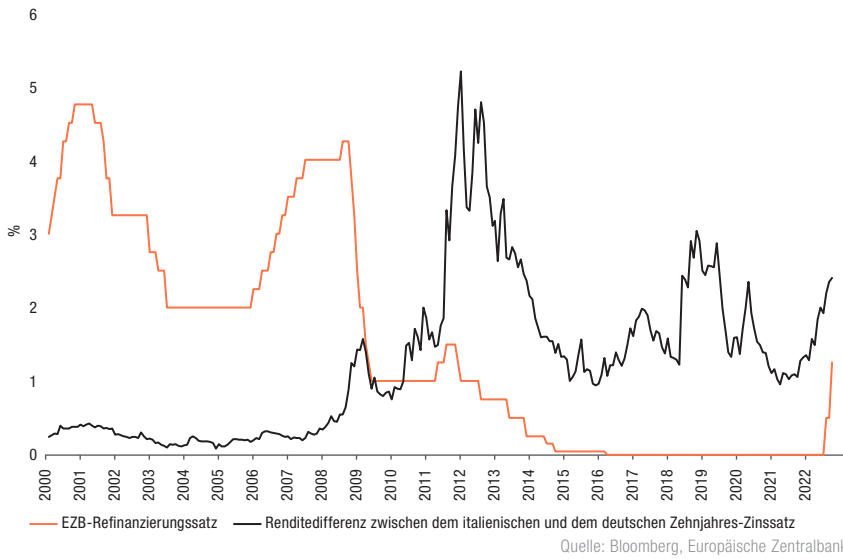
Für Vertreter des Monetarismus wie den Ökonomen Milton Friedman, für die „Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen“ ist, sind die hohen Teuerungsraten die logische Folge des unkontrollierten Geldmengenwachstums zum Beginn der Pandemie. Führt man diesen Gedanken weiter, sollte der Teuerungsdruck im Laufe des kommenden Jahres eigentlich nachlassen, da sich das Geldmengenwachstum in diesem Jahr merklich verlangsamt hat. Sollte die Federal Reserve ihre Bilanz wie angekündigt abschmelzen, könnte die Geldmenge zum Jahresende sogar schrumpfen – was in der US-Geschichte äußerst selten ist. Auch erste Anzeichen für eine Entspannung der Rohstoffpreise, sinkende Kosten für Seefracht und im Jahresvergleich deutlich günstigere Basiseffekte sprechen dafür, dass die Inflationsrate auf sechs- bis zwölfmonatige Sicht sinken dürfte. Sofern es nicht zu einer tiefen Rezession mit einer deutlichen Verschlechterung des Arbeitsmarktes kommt, bleibt das Inflationsziel von 2 % jedoch weiterhin unrealistisch.

GELDPOLITIK IN DEN USA



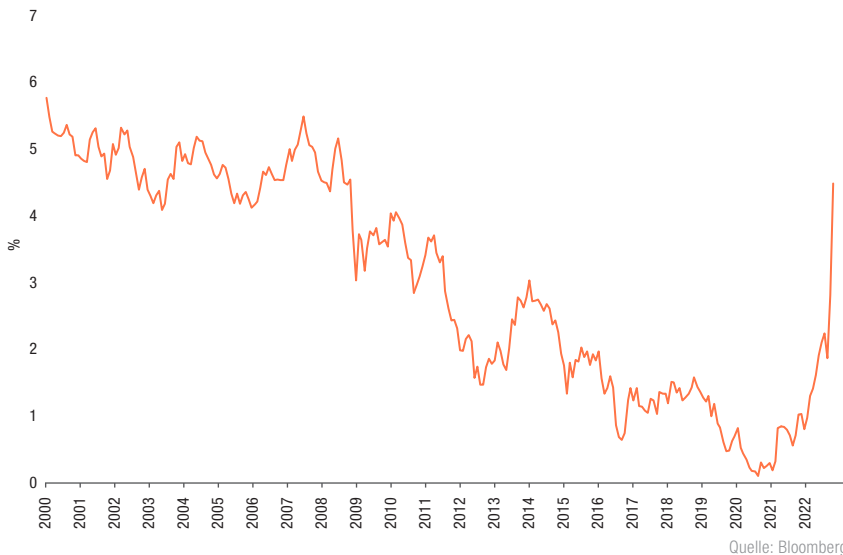
Noch vor einem Jahr hatte die Federal Reserve die Inflation als „vorübergehendes Phänomen“ eingestuft. Im Jahresverlauf änderte sie ihren Kurs und betrachtet den Kampf gegen den Preisauftrieb nun als ihre absolute Priorität. Im September hob der Fed-Offenmarktausschuss die Leitzinsen noch einmal um 75 Basispunkte auf den Korridor von 3 % bis 3,25 % an. Dies war der dritte Zinsschritt dieser Höhe in Folge. Eine weitere Zinserhöhung des wichtigsten Leitzinses um 125 Basispunkte bis zum Jahresende gilt als sicher, so dass der obere Eckwert der Fed Funds Rate dann bei 4,5 % läge. Bei seinen öffentlichen Auftritten betont Fed-Chef Jerome Powell immer wieder die Entschlossenheit der Zentralbanker, die Preisstabilität wiederherzustellen, selbst wenn dies ein geringeres Wachstum bis hin zu einer Rezession und schmerzhaft Folgen für private Haushalte und Unternehmen zur Folge hätte. Powell erwähnte als Gegenbeispiel die 1970er-Jahre, als die zögerliche Strategie der Währungshüter zu einer Verankerung der hohen Inflationserwartungen geführt hatte. Schnelles und energisches Handeln, so Powell, sei wichtig, um einer solchen Verankerung zuvorzukommen. Ebenso wichtig sei die Bereitschaft, eine allzu frühe Lockerung zu vermeiden. Damit dämpfte er die Hoffnungen auf eine schnelle Senkung der Leitzinsen im kommenden Jahr.

GELDPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK



Die Europäische Zentralbank setzte im Juli zu ihrer geldpolitischen Straffung an und hob ihren Refinanzierungssatz zunächst um 50, anschließend im September um weitere 75 Basispunkte auf nunmehr 1,25 % an. Die Anhebung im September ist die umfangreichste seit Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung. Zum Jahresbeginn zeigten die europäischen Währungshüter noch wenig Bereitschaft, an der Zinsschraube zu drehen und sahen die Ursachen für Preisanstieg vor allem in den höheren Energiepreisen und den gestörten Lieferketten – in zwei Faktoren also, auf die EZB keinen Einfluss hat. Der starke Inflationsanstieg und seine Ausweitung auf das gesamte Wirtschaftsgefüge bedingte dann jedoch den Kurswechsel. Heute betont EZB-Chefin Christine Lagarde die Notwendigkeit, die übermäßige Inflation durch deutlich höhere Zinsen zu bekämpfen. Bei diesem Zinsstraffungskurs wird die größte Herausforderung für die europäischen Währungshüter darin bestehen, zu verhindern, dass die Finanzierungsraten der europäischen Kernstaaten und der Peripheriestaaten auseinanderdriften. Präventiv wurde daher ein Anti-Fragmentierungs-Instrument (Transmission Protection Instrument, TPI) eingeführt. Es erlaubt der EZB bei einem Auseinanderdriften der Finanzierungsbedingungen, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Anleihen von besonders stark unter Druck geratenen Mitgliedstaaten anzukaufen.

RENDITE DER ZEHNJÄHRIGEN BRITISCHEN STAATSANLEIHEN

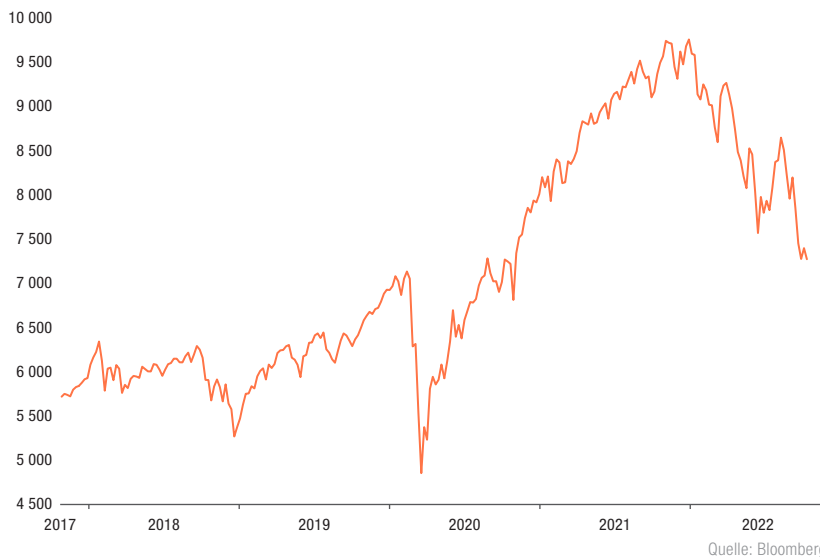


Die jüngste erratische Entwicklung des Britischen Pfunds und der Rendite auf britische Staatsanleihen zeigen einmal mehr, wie sehr die finanzielle Stabilität eines Landes durch die Überschuldung bedroht ist. Die Ankündigung der neuen Premierministerin Liz Truss, ein massives Steuersenkungsprogramm aufzulegen, ohne für ausreichende Gegenfinanzierung zu sorgen, sorgte für Panik an den Märkten, katapultierte die Rendite von Staatsanleihen auf ihren höchsten Stand seit 2009 und gefährdete die Solvabilität von Pensionsfonds. Die Bank of England musste eingreifen und kündigte an, Anleihen im Umfang von 65 Milliarden Pfund aufzukaufen; dies beruhigte die Märkte, so dass die Renditen wieder sanken. Für die Zukunft bleibt zu hoffen, dass sich die Finanzmärkte ihr unerschütterliches Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbanken, die Stabilität des Systems aufrecht zu erhalten, bewahren. Falls der Markt die Interventionen der Währungshüter (nach den Erfahrungen mit den pandemiebedingten Hilfsprogrammen) hingegen als inflationsanheizende Maßnahmen bewertet und es den Zentralbanken nicht mehr gelingen sollte, die Zinsen mit ihren Ankaufprogrammen zu senken, wäre das gesamte Finanzsystem in Gefahr. Auch wenn ein solches Szenario nicht sehr wahrscheinlich ist, wären die Auswirkungen so schwerwiegend, dass man diesen Fall im Blick haben sollte.



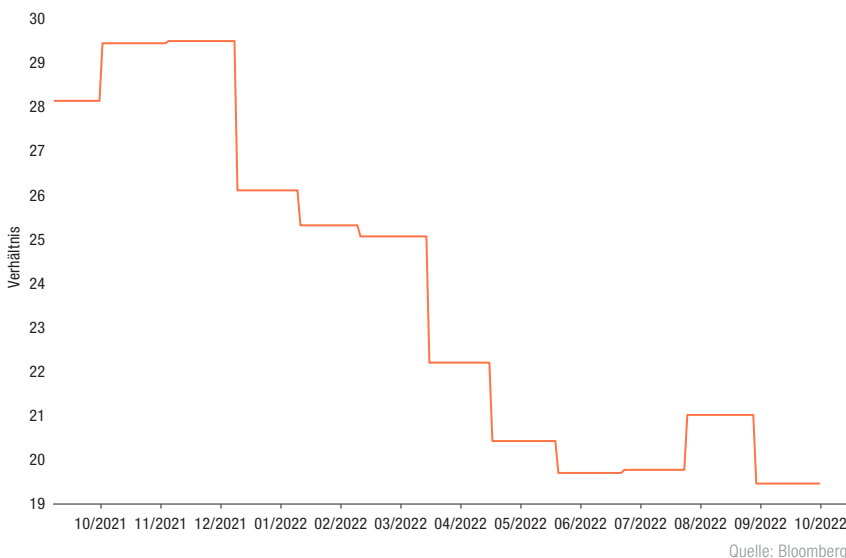
Finanzmärkte

ENTWICKLUNG DES GLOBALEN AKTIENINDEX IN USD ÜBER FÜNF JAHRE



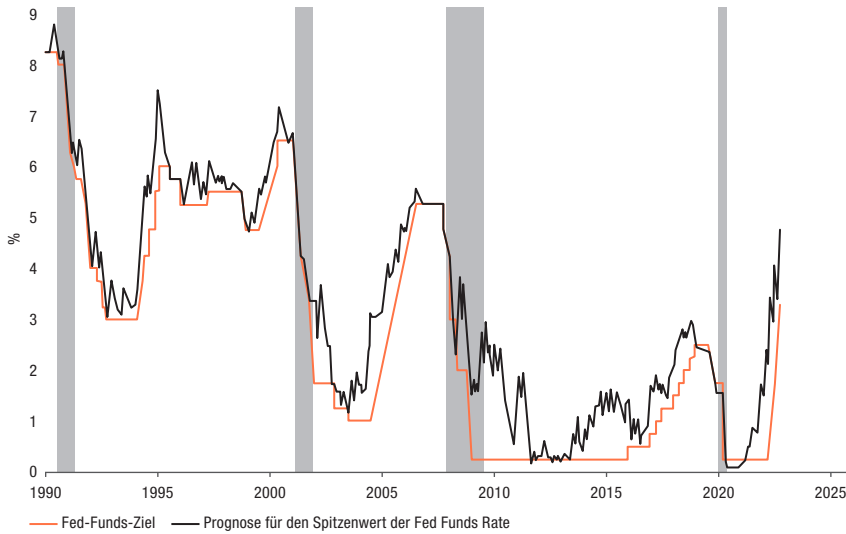
Nach einer deutlichen Erholung im Juli fielen die Finanzmärkte im August und September wieder zurück. So fiel der Weltaktienindex über das gesamte Quartal in US-Dollar um 6 %, womit sein Rückgang seit Jahresbeginn auf 25 % anstieg. Mit einem Minus von 13,5 % fiel der Rückgang in Euro aufgrund der Schwäche der Einheitswährung deutlich geringer aus. Außerdem stiegen die Anleiherenditen weiter an, wobei die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihe in den USA von 3 % auf 3,8 % und in Deutschland von 1,3 % auf 2,1 % stieg. Der Anstieg der Märkte im Juli beruhte auf der Erwartung, dass die US-Notenbank in den kommenden Monaten eine weniger aggressive geldpolitische Straffung vornehmen würde, gefolgt von einer geldpolitischen Lockerung ab 2023.

ENTWICKLUNG DES PREIS-GEWINN-VERHÄLTNISSSES DES S&P 500



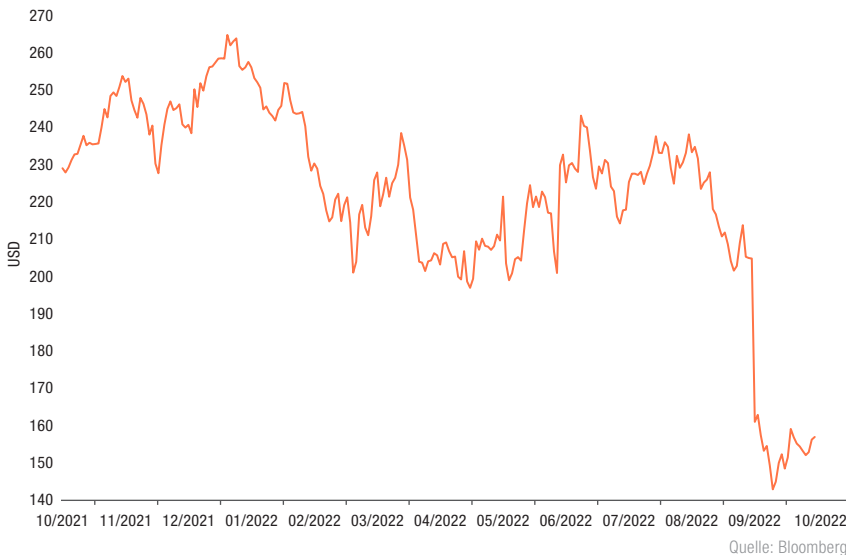
Die Idee, dass jetzt alle schlechten Nachrichten bereits in den Kursen eingepreist seien und dass der starke Rückgang der Aktienmärkte seit ihren Höchstständen Ende vergangenen Jahres eine Kaufgelegenheit darstelle, ist nicht haltbar. Zwar sind zeitweilige Rallyes an den Aktienmärkten jederzeit möglich, doch besteht die Gefahr, dass sie von der Federal Reserve schnell wieder abgewürgt werden. Solange die US-Notenbank keinen Sieg im Kampf gegen die Inflation vermelden kann, wird sie ein Wiederaufleben der Risikobereitschaft mit Missfallen betrachten. Auf den übertriebenen Optimismus im Juli reagierten die Währungshüter, indem sie ihre Entschlossenheit bekräftigten, die Geldpolitik weiter zu straffen, selbst wenn sich die US-Wirtschaft stärker abschwächen sollte. Für Aktien sind letztlich zwei Faktoren ausschlaggebend: die Unternehmensgewinne und das Zinsniveau. Letzteres bestimmt unter anderem, wieviel die Anleger bereit sind, für diese Gewinne zu zahlen. Der Kursrückgang 2022 ist bislang hauptsächlich auf das Schrumpfen der Bewertungen zurückzuführen, das wiederum das Ergebnis steigender Zinssätze ist.

VOM MARKT ERWARTETE FEDERAL FUNDS RATE



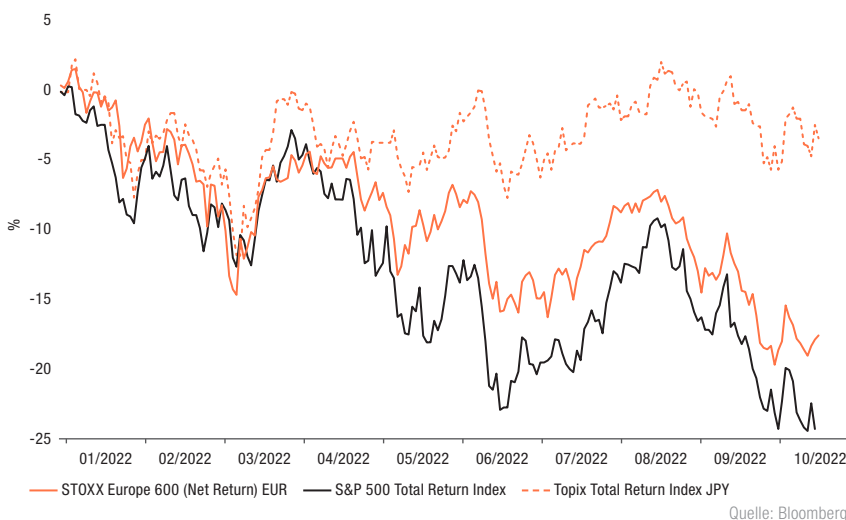
Die erste Phase des Bärenmarktes, die mit steigenden Zinssätzen verbunden ist, ist daher bereits weit fortgeschritten. Die Zentralbanken haben deutlich gemacht, dass sie ihre Leitzinsen weiter anheben wollen, und der Markt erwartet nun, dass die Federal Funds Rate im zweiten Quartal 2023 auf 4,75 % steigen wird. Diese Erwartungen könnten sich letztlich als zu aggressiv erweisen. Die Anzeichen für eine Verlangsamung des Inflationsdrucks verdichten sich. Das Ende der Lohnbeschleunigung und greifbarere Anzeichen für die Wirksamkeit der in den vergangenen Monaten durchgeführten geldpolitischen Straffung könnten es der Federal Reserve somit ermöglichen, das Tempo ihrer geldpolitischen Straffung zu verringern.

KURSENTWICKLUNG VON FEDERAL EXPRESS



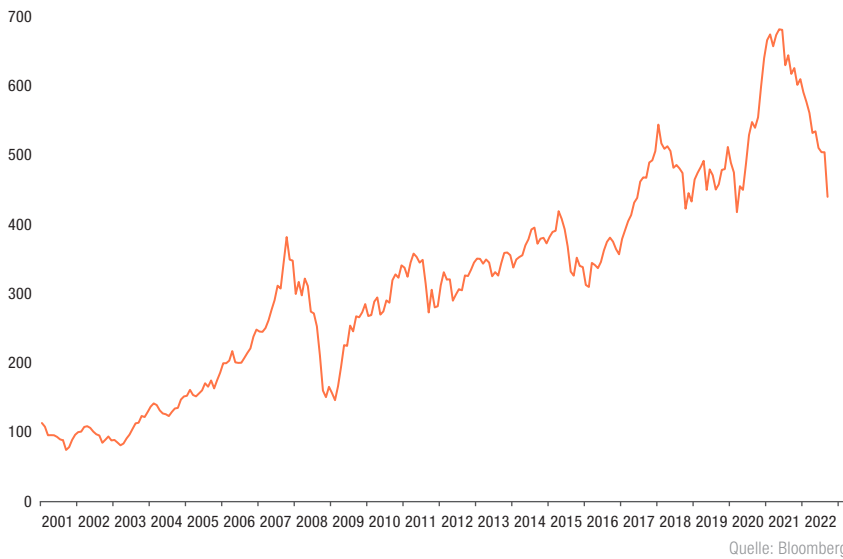
Die zweite Phase hat hingegen gerade erst begonnen. Die Schätzungen für die Entwicklung der Unternehmensgewinne wurden noch nicht nach unten korrigiert. Sie rechnen eindeutig nicht mit einer starken Verlangsamung der Weltkonjunktur, geschweige denn mit einer Rezession, sondern scheinen eher auf eine weiche Landung der Wirtschaft zu setzen. Eine solche weiche Landung wäre erstaunlich in einem Umfeld, das von der stärksten Verschärfung der finanziellen Bedingungen seit 40 Jahren geprägt ist und zudem stark überschuldete Volkswirtschaften betrifft. Solange Unternehmen, die auch nur leicht unter den Erwartungen liegende Ergebnisse bekanntgeben, ihre Börsenkurse so stark fallen sehen, wird man wissen, dass die Verschlechterung der Gewinne noch nicht in den Kursen enthalten ist. Auch das Sektorenverhalten innerhalb der Aktienmärkte steht nicht im Einklang mit einem Rezessionsrisiko.

ENTWICKLUNG DES US-AMERIKANISCHEN, EUROPÄISCHEN UND JAPANISCHEN MARKTES SEIT JAHRESBEGINN



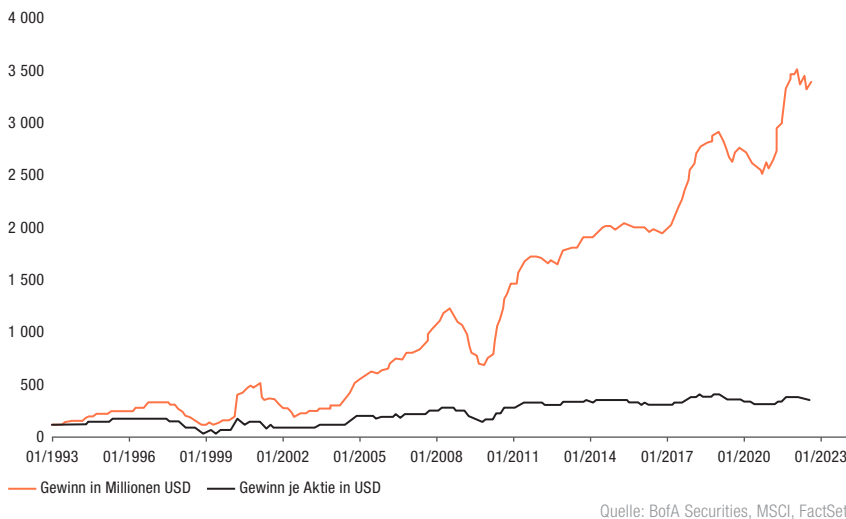
Der japanische Markt hat seit Jahresbeginn nur rund 2 % verloren hat und sich damit deutlich besser entwickelt als andere Märkte (in Landeswährung). Seit der Reform des Corporate-Governance-Kodex 2017 steigt die Rentabilität japanischer Unternehmen strukturell an. Gleichzeitig verändert sich allmählich ihr Ansatz in Bezug auf die Behandlung ihrer Aktionäre. Dies schlägt sich in einem Anstieg der Aktienrückkäufe nieder. Diese Rückkäufe könnten übrigens im laufenden Fiskaljahr ein Rekordniveau erreichen. Im Gegensatz zu US-amerikanischen Unternehmen, die in den vergangenen Jahren häufig ihre gesamten Gewinne an ihre Aktionäre ausgeschüttet haben und dabei ihre Verschuldung erhöhten, verfügen japanische Unternehmen über die nötigen Barmittel, um diese Rückkäufe durchzuführen.

ENTWICKLUNG DES MSCI ASIA EX JAPAN INDEX IN USD



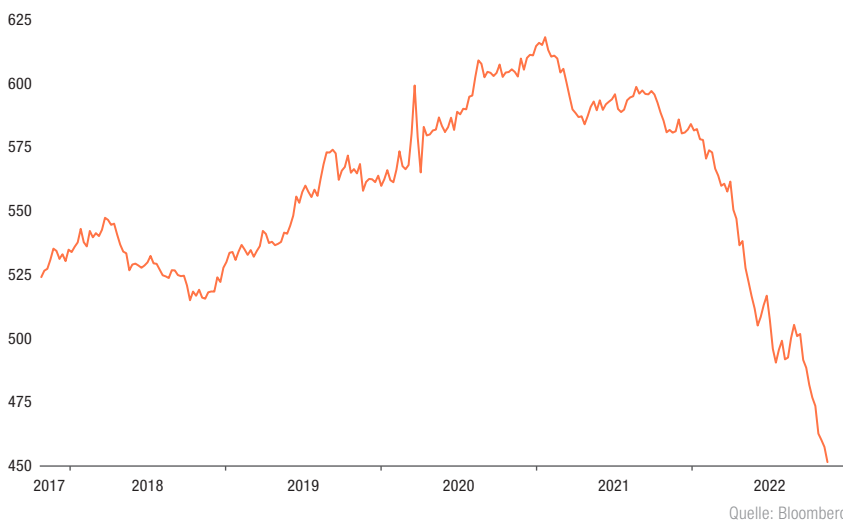
Nachdem sich die asiatischen Märkte (ohne Japan) in der ersten Jahreshälfte besser gehalten hatten, schnitten sie im dritten Quartal wieder schlechter ab. Seit Anfang vergangenen Jahres beläuft sich ihre Underperformance (in USD) auf fast 20 %. Seit seinem Höchststand im Mai vergangenen Jahres hat der MSCI Asia ex Japan Index fast 40 % verloren und befindet sich nun auf einem Niveau, das er bereits vor 15 Jahren erreicht hatte. Langsam dürften jedoch mehrere Elemente zusammenkommen, die den asiatischen Märkten zu einer besseren Entwicklung verhelfen sollten. Erstens sind die Aktienbewertungen deutlich niedriger als im Westen. In Bezug auf das Kurs-Gewinn- und das Kurs-Eigenkapital-Verhältnis liegt der asiatische Markt heute eine Standardabweichung unter seinem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Zweitens dürfte das Wirtschaftswachstum in der Region weiterhin kräftiger ausfallen als im Westen, zumal die Behörden über mehr Spielraum in der Fiskal- und Geldpolitik verfügen. Und schließlich würde ein möglicher Stopp der Dollaraufwertung das Vertrauen der Anleger in die Region stärken.

ENTWICKLUNG DER GEWINNE UND DER GEWINNE PRO AKTIE IN ASIEN OHNE JAPAN (12/92 = INDEX 100)



An den asiatischen Märkten ist jedoch ein aktives Management erforderlich. Dies zeigt sich daran, dass in den vergangenen 30 Jahren das nominale Wirtschaftswachstum (9,5 % gegenüber 4,5 %) und das Gewinnwachstum (12,6 % gegenüber 10 %) in Asien zwar höher waren als in den USA, das Wachstum des Gewinns pro Aktie (4,4 % gegenüber 8,2 %) jedoch weit niedriger ausfiel. Die zahlreichen Emissionen neuer Aktien führten somit zu einer erheblichen Kapitalverwässerung der Aktionäre, während dieses Phänomen in den USA nicht zu beobachten war, wo viele Unternehmen im Gegenteil die Anzahl der im Umlauf befindlichen Wertpapiere verringerten. Außerdem gibt es in Asien weniger innovative Unternehmen mit starken Marken und weltweiten Wettbewerbsvorteilen.

ENTWICKLUNG DES JP MORGAN GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX IN USD



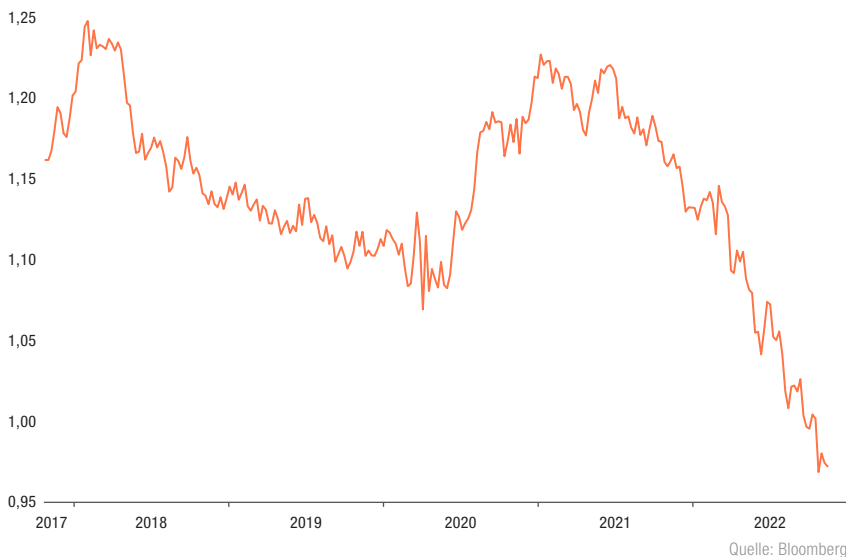
Seit Jahresbeginn ist der JP Morgan Global Government Bond Index in US-Dollar um mehr als 20 % und in Euro um fast 10 % gefallen und hat damit einen ähnlichen Rückgang wie die Aktienmärkte verzeichnet. Ungeachtet der anhaltenden geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken scheint ein Großteil des Anstiegs der Anleiherenditen mittlerweile vollzogen zu sein. Die Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität dürfte das Risiko eines zusätzlichen starken Anstiegs der langfristigen Zinsen begrenzen. Die Inversion der Zinskurve deutet darauf hin, dass der Anleihemarkt nicht davon ausgeht, dass das Wachstum anhalten kann. Vor allem in den USA gelingt es der Federal Reserve zudem, einen dauerhaften Anstieg der Inflationserwartungen zu verhindern. Dies scheint in Großbritannien weniger der Fall zu sein, wo Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen den Anleihemarkt stark in Mitleidenschaft gezogen und die Bank of England zum Eingreifen gezwungen haben. Das Beispiel Großbritanniens verdeutlicht das Dilemma, in das die Zentralbanken zunehmend geraten könnten. Sie müssen eine Finanzkrise vermeiden und gleichzeitig die Märkte von ihrer Entschlossenheit überzeugen, die Inflation wieder dauerhaft auf ein niedriges Niveau zu bringen.

RENDITEENTWICKLUNG DER ZEHNJÄHRIGEN ITALIENISCHEN STAATSANLEIHE



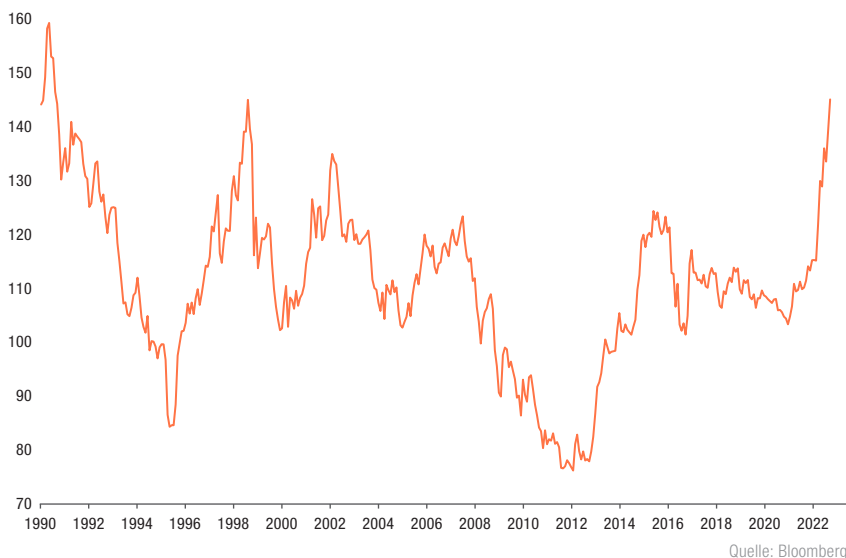
So muss zum Beispiel die Europäische Zentralbank darauf achten, ihre Glaubwürdigkeit zu wahren. Erstens ist sie mit ihrer geldpolitischen Straffung deutlich weniger weit fortgeschritten als ihr US-amerikanisches Pendant, und ihre Politik ist weit davon entfernt, restriktiv zu sein. Zweitens wird ihre Aufgabe durch die Energiekrise erschwert. Angetrieben von den steigenden Energiepreisen und der Gefahr einer Energieverknappung verschieben sich die Inflationserwartungen nach oben und beeinflussen die Lohnverhandlungen. Gleichzeitig sind die Anzeichen für eine deutliche Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität deutlicher als in den USA. Und schließlich besteht das Risiko, dass sich die Zinsdifferenz zwischen Nord- und Südländern weiter öffnet, ein Risiko, das durch die politischen Unsicherheiten in Italien noch verstärkt wird. All dies geschieht zu einem Zeitpunkt, an dem der Finanzierungsbedarf der Staaten zwischen den Plänen zur Unterstützung der Haushalte und Unternehmen, um die Auswirkungen der Energiekrise zu begrenzen, und der Notwendigkeit, den Energiewandel zu finanzieren, hoch bleibt und eine Flut von Neuemissionen zu einem Zeitpunkt erwarten lässt, an dem die EZB ihre Bilanzsumme gerne verkleinern würde.

ENTWICKLUNG DES WECHSELKURSES EUR/USD



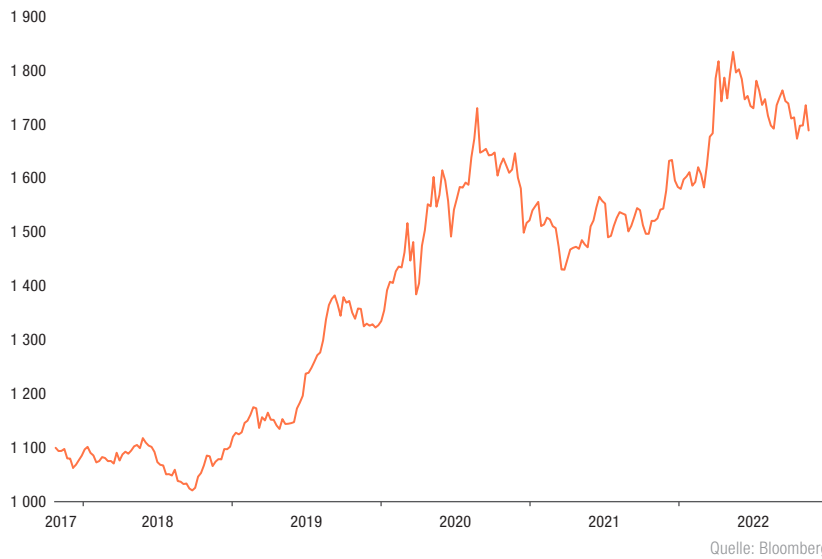
Unter den wichtigsten Währungen verzeichnete der US-Dollar 2022 die beste Performance. So hat der Greenback seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro um fast 18 % aufgewertet, was durch die aggressive geldpolitische Straffung der US-Notenbank und seinen Status als sicherer Hafen vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen begünstigt wurde. Darüber hinaus sind die USA weniger anfällig für die Energiekrise als die Eurozone. Gleichzeitig werden die Konstruktionsfehler der europäischen Währung im aktuellen Umfeld wieder deutlich. Davon abgesehen ist in Bezug auf Währungen alles relativ. Auch der US-Dollar hat seine Probleme und scheint heute überbewertet zu sein. Wenn es der US-Wirtschaft nicht gelingt, eine weiche Landung hinzulegen, könnte die US-Notenbank ihre Geldpolitik 2023 allmählich lockern, was zu einem Rückgang ihrer Währung führen würde.

ENTWICKLUNG DES WECHSELKURSES USD/JPY



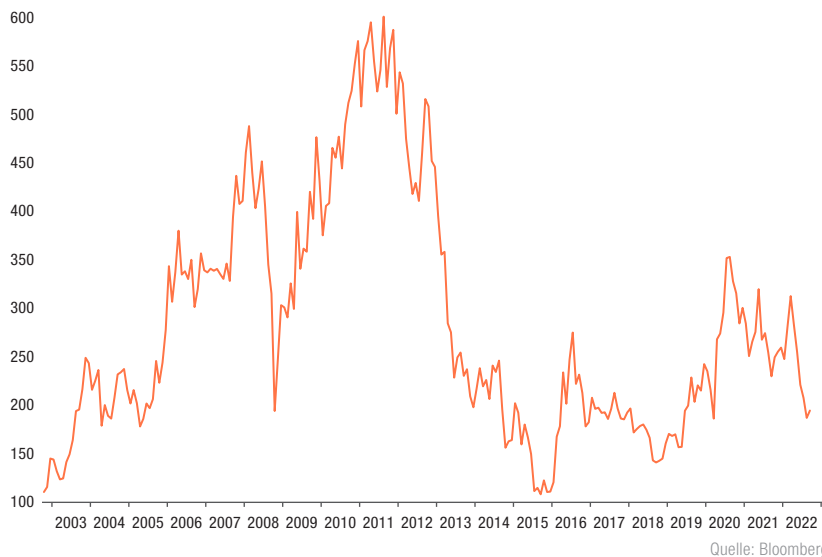
Die Bank of Japan beteiligt sich nicht an der allgemeinen Straffung der Geldpolitik und hält an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Dies bekam der Yen zu spüren. Während die japanische Währung in der Vergangenheit als sicherer Hafen fungierte, indem sie in Zeiten steigender Risikoaversion aufwertete, verlor sie in diesem Jahr gegenüber dem US-Dollar mehr als 20 % ihres Wertes. Dies zwang die Bank of Japan Ende September dazu, zum ersten Mal seit 1998 zu intervenieren, um den Kursverfall aufzuhalten. Die Wirksamkeit dieser Intervention ist jedoch derzeit noch begrenzt, und der Yen befindet sich gegenüber dem US-Dollar auf dem niedrigsten Stand seit Anfang der 1990er-Jahre. Die Amtszeit des derzeitigen Gouverneurs der Bank of Japan endet im April kommenden Jahres, aber eine Anpassung der japanischen Geldpolitik könnte aufgrund der steigenden Inflationserwartungen bereits vor diesem Zeitpunkt erfolgen. In der Zwischenzeit scheint der Yen stark unterbewertet zu sein.

ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES IN EURO



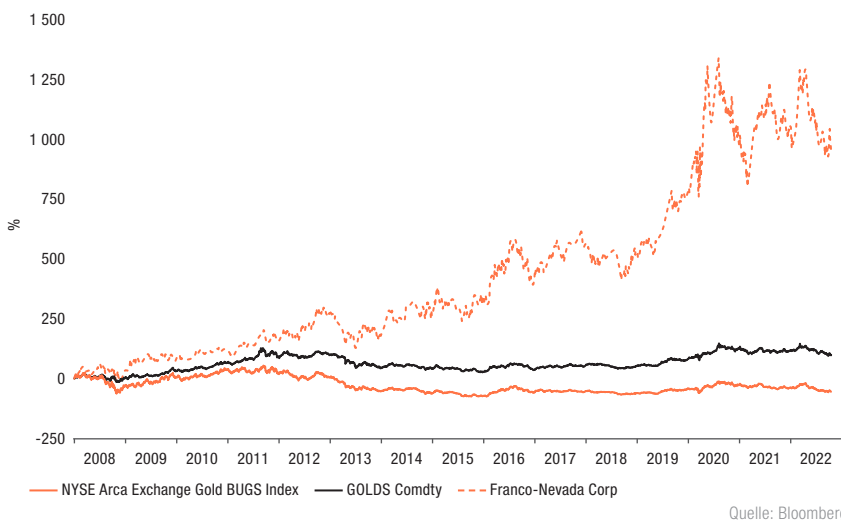
Gold hält der restriktiveren Geldpolitik der Federal Reserve bisher relativ gut stand und verlor nur etwa 9 % in US-Dollar, stieg aber um etwa 6 % in Euro und erreichte Ende April sogar einen historischen Höchststand. Das Hauptargument für das gelbe Metall bleibt die Möglichkeit einer Änderung der Haltung der Zentralbanken, wenn die Währungshüter erkennen, dass sie ihren Kampf gegen die Inflation nicht zu Ende führen können, ohne die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte in größerem Maße zu gefährden. Nachdem sie die Zinssätze über ein Jahrzehnt lang künstlich niedrig gehalten und die Aufnahme von Schulden und das Eingehen von Risiken gefördert haben, wäre es in der Tat erstaunlich, wenn die Zentralbanken die Zinssätze lange genug hoch halten könnten, um die Inflation dauerhaft auf ein niedriges Niveau zurückzuführen.

ENTWICKLUNG DES GOLDMINENINDEX



2022 war bislang ein sehr schwieriges Jahr für Goldunternehmen, die sich deutlich schlechter als der Preis des gelben Metalls entwickelten. Zwischen dem Rückgang des Goldpreises und dem Anstieg ihrer Produktionskosten wurden die Goldproduzenten doppelt bestraft. Der Goldminenindex ist seit Jahresbeginn um 26 % gefallen. Der Index liegt heute unter seinem Stand von 2004, als der Goldpreis bei rund 400 US-Dollar lag. Dies verdeutlicht den Verlust der Glaubwürdigkeit dieses Sektors, der insgesamt durch ein sehr prozyklisches Verhalten viel Wert vernichtet hat. Die Unternehmen des Sektors neigten dazu, bei hohen Goldpreisen ihre Investitionen zu erhöhen oder Übernahmen zu hohen Preisen zu tätigen, wobei sich diese Investitionen und Übernahmen später als unrentabel erwiesen, wenn der Preis des gelben Metalls wieder zurückging. Im aktuellen Zyklus zeigt der Sektor jedoch eine hohe Disziplin bei der Kapitalallokation, ohne allerdings bisher das Vertrauen der Anleger zurückgewonnen zu haben.

ENTWICKLUNG VON FRANCO NEVADA, DES GOLDPREISES UND DES GOLDMINENINDEXES SEIT ENDE 2007



Vor dem Hintergrund steigender Produktionskosten (Energie, Löhne) der Produzenten wird die Attraktivität des Modells der Lizenzgebührenunternehmen ('Royalty Companies') erneut deutlich. Diese Unternehmen, die bestimmte Projekte der Produzenten finanzieren und im Gegenzug einen Teil der Produktion oder des Cashflows aus diesen Projekten erhalten, sind eben nicht den steigenden Produktionskosten ausgesetzt. So hat die größte unter ihnen, Franco Nevada, seit ihrem Börsengang Ende 2007 eine annualisierte Rendite von 16 % erwirtschaftet. Diese Zahl ist im Vergleich zur annualisierten Rendite von Gold (5 %) und dem Goldminenindex (-4 %) über den gleichen Zeitraum sehr hoch.

Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Risikobereitschaft der Anleger in einem Umfeld, das von der geldpolitischen Straffung der Zentralbanken, geopolitischen Spannungen und dem Risiko einer ausgeprägten Verlangsamung der Weltkonjunktur geprägt ist, voraussichtlich gering bleiben wird.

Ein weiterer Anstieg der Leitzinsen der Zentralbanken ist nicht förderlich für einen Anstieg der Aktienbewertungen. Davon abgesehen hat der Markt jedoch die Absicht der zentralen Währungsbehörden zur Kenntnis genommen, die Geldpolitik weiter zu straffen. Sofern diese Straffung nicht noch aggressiver ausfällt als derzeit erwartet, dürfte das größte Risiko für Aktien daher nicht von der Zinsseite kommen. Es könnte sogar sein, dass die geldpolitische Straffung letztendlich weniger stark ausfallen wird, als die Zentralbanken derzeit erwarten lassen. Die Aktienmärkte scheinen hingegen noch nicht mit einer möglichen starken Abschwächung der Konjunktur zu rechnen. Die Erwartungen, was die Entwicklung der Unternehmensgewinne angeht, scheinen noch zu optimistisch, wenn man bedenkt, dass wir derzeit einen sehr großen Zinsschock erleben, und das zu einer Zeit, in der die Verschuldung historisch hoch ist.

An den Anleihemärkten scheint die Anpassung deutlich weiter fortgeschritten zu sein. Angesichts der bevorstehenden Konjunkturabschwächung und der deutlicheren Anzeichen für eine Stabilisierung oder sogar einen Inflationsrückgang scheint das Risiko eines zusätzlichen starken Anstiegs der Anleihezinsen zumindest in den USA gering zu sein. In den anderen Ländern wird dies davon abhängen, ob die Währungsbehörden das Vertrauen der Anleger erhalten können, indem sie insbesondere ein Ausufern der Inflationserwartungen verhindern.

Das wichtigste längerfristige positive Argument für die Aktienmärkte und Gold bestände darin, dass die hohe Verschuldung der Weltwirtschaft und die Anfälligkeit des Finanzsystems die Währungsbehörden daran hindern könnte, bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik weit genug zu gehen, um die Anleger davon zu überzeugen, dass die Inflation dauerhaft auf das Niveau der vergangenen Jahre zurückgehen wird. Die Notenbanken könnten in der Tat einen vorübergehenden Rückgang der Inflation als Anlass nehmen, um ihre geldpolitische Straffung zu beenden oder sogar zu einer expansiven Politik zurückzukehren. Eine solche Kehrtwende wäre für Gold eindeutig vorteilhaft. Bei Aktien käme es darauf an, selektiv vorzugehen. Da der Inflationsdruck in einem solchen Szenario relativ schnell wieder aufkommen könnte, würde es darum gehen, zwischen Unternehmen zu unterscheiden, deren Geschäftsmodell durch die Inflation unter Druck geraten würde, und solchen, die über die notwendigen Qualitäten verfügen, um auch in einem inflationäreren Umfeld weiter zu gedeihen.

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

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. **173** – 4. Quartal 2022

Perspectives

Redaktionsschluss:

17.10.2022

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