

# Perspectives

## Analyse der Finanzmärkte

---

### Makroökonomisches Umfeld

3

- Die Widerstandsfähigkeit des Dienstleistungssektors verzögert das Abgleiten in eine Rezession.
- Auch wenn die Inflation zurückgeht, müsste sich die Arbeitsmarktlage noch deutlich verschlechtern, damit das Inflationsziel von 2 % erreicht wird.
- Die Notenbanken dürften ihren geldpolitischen Straffungskurs in den Sommermonaten fortsetzen.

---

### Finanzmärkte

9

- Die Aktienindizes werden zunehmend von einer begrenzten Anzahl von Werten, die zudem teuer geworden sind, nach oben getrieben.
- Die Aussichten für den japanischen Markt sind günstig.
- Gold hält sich weiterhin gut, trotz steigender Realzinsen.

---

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

---

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



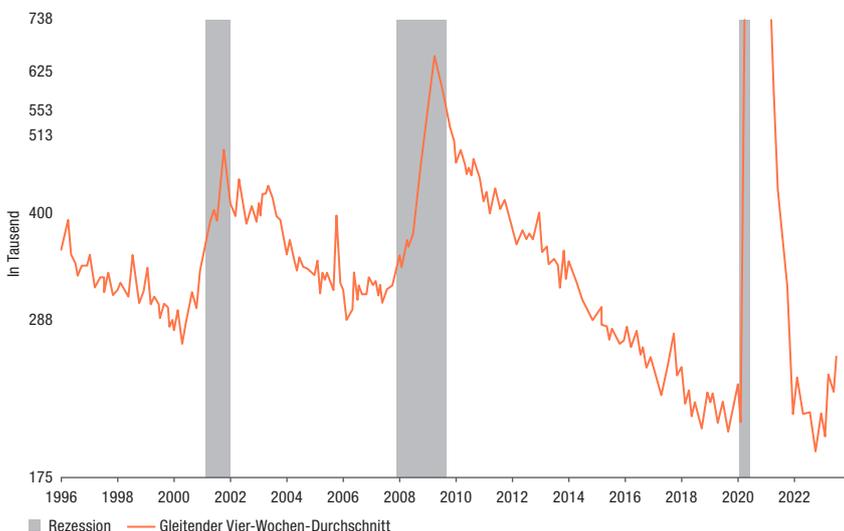
# Makroökonomisches Umfeld

## GLOBALE KONJUNKTURINDIKATOREN



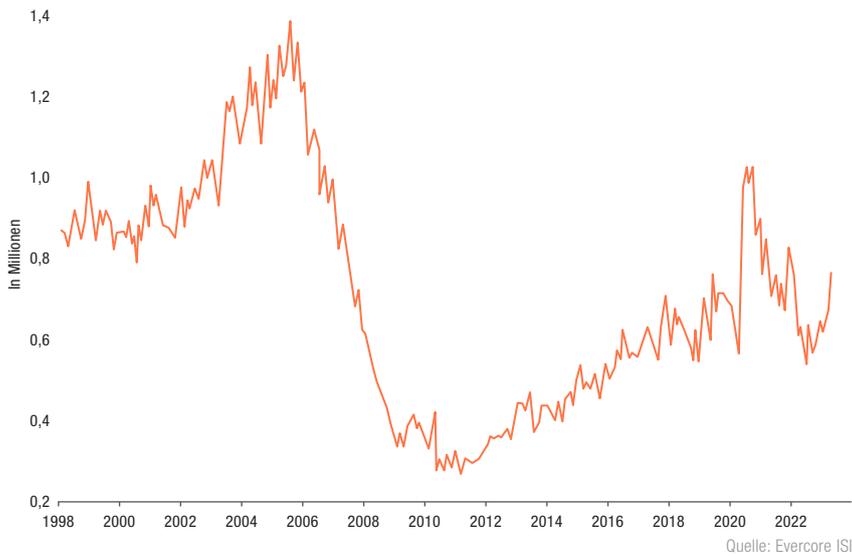
Obwohl die Konjunktur ihren 2022 eingeschlagenen Abwärtstrend im ersten Halbjahr 2023 fortgesetzt hat, ist eine Rezession bislang ausgeblieben. Der Dienstleistungssektor, der in den Industriestaaten einen immer größeren Anteil einnimmt und naturgemäß weniger zyklisch ist als die Industrieproduktion, bleibt weiterhin stark und hält die Konjunktur damit über Wasser. Die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Regionen läuft allerdings immer weiter auseinander, was auf den Beginn einer allgemeinen Abschwächung hindeuten kann. Während sich die Wirtschaft in den USA einmal mehr als besonders robust erweist, mehren sich in Europa und China die Signale für eine Konjunkturabschwächung. In der Eurozone zum Beispiel fielen die Indikatoren zum Ende des zweiten Quartals – trotz des weiter starken Arbeitsmarktes – nicht nur in der Fertigungsbranche schwach aus, auch in der Dienstleistungsbranche gingen sie zum ersten Mal deutlich zurück. Die Konjunktur in China hatte nach dem Ende der Pandemie-Beschränkungen zum Jahresbeginn zwar aufgeholt, verliert aber nun wieder an Dynamik. Damit wird fraglich, ob das Wachstumsziel von 5 % für dieses Jahr ohne zusätzliche staatliche Stützungsmaßnahmen erreicht werden kann. Das wahrscheinlichste Szenario für die Weltwirtschaft ist unserer Ansicht nach eine Rezession, auch wenn diese durch die widerstandsfähige Dienstleistungsbranche etwas aufgehalten wird.

## ERSTANTRÄGE AUF ARBEITLOSENHILFE IN DEN USA



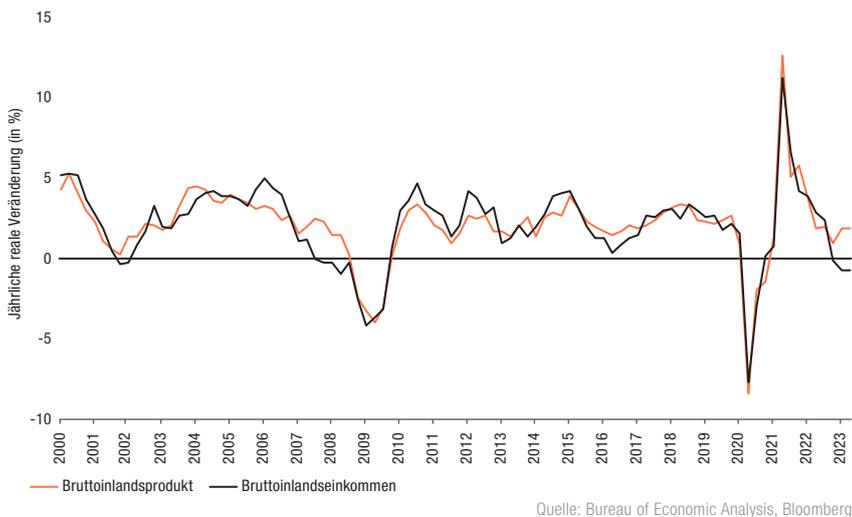
Bislang verläuft die Konjunkturentwicklung in den USA „klassisch“, d. h. die geldpolitische Straffung der Federal Reserve führt zu einer Konjunkturverlangsamung. In der Regel reagiert die sehr zinsensible Immobilienbranche als erste auf die strafferen Kreditkonditionen. Anschließend führen die Abschwächung in der Baubranche und die (wegen der höheren Finanzierungskosten) sinkende Nachfrage nach Investitionsgütern zu einem Rückgang der Industrieproduktion. In der dritten Phase sinken dann die Unternehmensgewinne, da rückläufige Umsätze sowie steigende Löhne und Gehälter die Gewinnmargen belasten. In der letzten Phase reduzieren die Unternehmen die Zahl ihrer Beschäftigten, um rentabel zu bleiben, was schließlich zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote führt. Diese letzte Phase markiert in der Regel den Beginn der Rezession, denn der schwächere Arbeitsmarkt trifft dann auch die Dienstleistungsbranche, weil die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben insgesamt zurückfahren. In den USA gilt ein Anstieg der wöchentlichen Erstanträge auf 300.000 als kritische Grenze, ab der es zu einem Schrumpfen der Konjunktur kommen könnte.

## VERKAUF VON NEUBAUTEN IN DEN USA



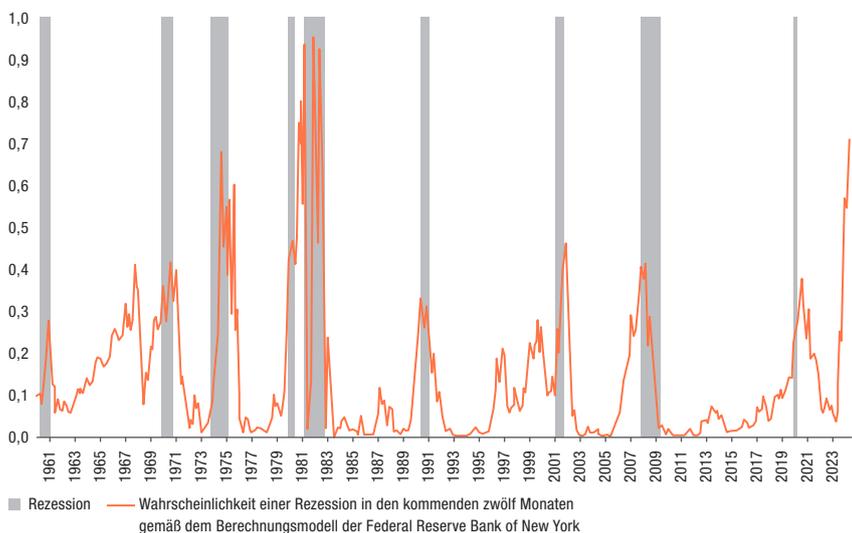
Im zweiten Quartal zeigte der US-Immobilienmarkt erste ermutigende Anzeichen einer Erholung, was die Hoffnung auf eine erneute Konjunkturbeschleunigung nährte. Diese Erholung beschränkt sich jedoch im Wesentlichen auf den Verkauf von neuen Wohnhäusern und muss daher angesichts der begleitenden Bedingungen zurückhaltend gesehen werden. In großem Umfang haben Immobilienbesitzer in den vergangenen Jahren die niedrigen Langfristzinsen genutzt, um ihre Finanzierungskosten auf niedrigem Niveau festzuzurren. Sie sind nun nicht bereit, ihre Wohnungen zu verkaufen, da sie beim Kauf einer neuen Immobilie gezwungen wären, einen Kredit zu höheren Zinssätzen aufzunehmen. Daher sind die Umsätze auf dem Gebrauchtimmobiliemarkt eingebrochen, während die Preise gleichzeitig kaum gesunken sind. In der Folge sind private Kaufinteressenten gezwungen, sich auf den Primärmarkt umzusehen; gleichzeitig war die Verfügbarkeit neuer Wohnungen noch nie so gering wie heute. Die – bedingt durch den Zinsanstieg – höheren Finanzierungskosten werden heute noch teilweise von den Bauunternehmen getragen, die während des Baubooms in der Pandemie außerordentlich hohe Gewinne erzielt hatten. Diese Entwicklung dürfte nicht von Dauer sein. Sollten die Zinsen auf dem aktuellen Niveau verharren, dürfte sich der aktuelle Boom in der Neubau-Branche kaum fortsetzen.

## BRUTTOINLANDSPRODUKT UND BRUTTOINLANDSEINKOMMEN IN DEN USA



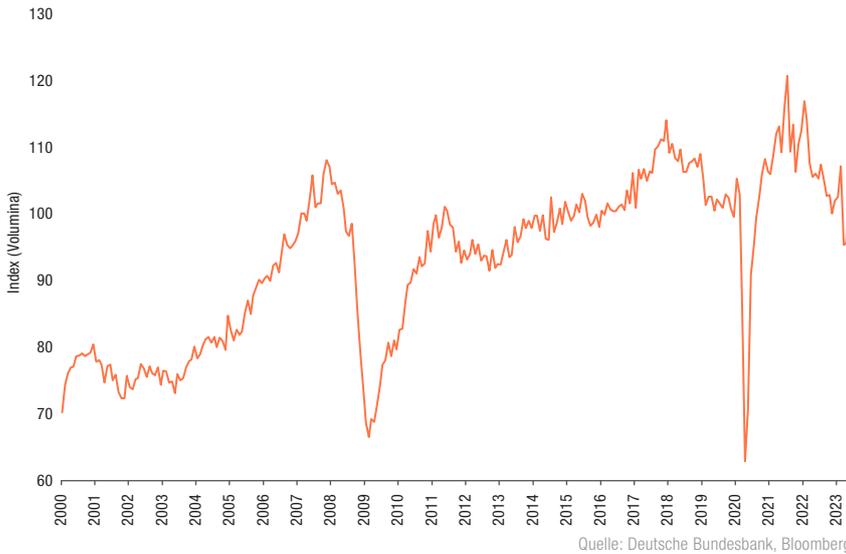
Das Bureau of Economic Analysis veröffentlicht zwei Kennzahlen zur Messung der volkswirtschaftlichen Leistung. Im Prinzip sollten sich beide parallel zueinander entwickeln. Die traditionell verwendete Kennzahl zur Messung der nationalen Wirtschaftsleistung ist das Bruttoinlandsprodukt. Es definiert sich als Gesamtwert aller auf der Angebotsseite erwirtschafteten Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft. Die zweite Kennzahl ist das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf. Es entspricht der Summe aller Einkünfte, die von privaten Haushalten, Unternehmen und vom Staat generiert werden, und umfasst Löhne und Gehälter, Unternehmensgewinne, Steuern, Sozialbeiträge, Zinsen, Dividenden, Mieteinkünfte etc. Derzeit ist ein substantieller Unterschied zwischen beiden Kennzahlen zu erkennen. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf weist bereits nach unten, während das Bruttoinlandsprodukt noch weiter steigt. Manche Studien halten das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf für die aussagekräftigere Kennzahl, da dessen vorläufige Schätzungen in der Regel offenbar näher an den endgültigen Daten liegen. Bei der letzten Rezession der Jahre 2008/2009 wies das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf tatsächlich vorab auf einen Rückgang der Konjunktur hin, während das Bruttoinlandsprodukt erst zeitverzögert reagierte. Sollte dies auch aktuell zutreffen, stünde eine Rezession unmittelbar bevor.

## WAHRSCHEINLICHKEIT EINER REZSSION IN DEN USA



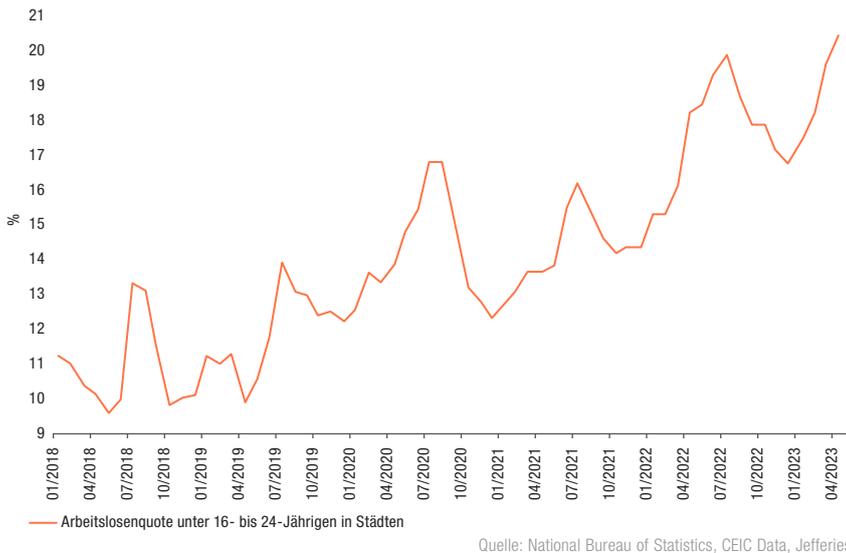
Vor allem spricht für eine anstehende Rezession, dass allen Rezessionen seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs eine inverse Zinskurve vorausging. Weitere Indizien sind der fallende Kompositindex der Frühindikatoren des Conference Board und die sinkende Geldmenge M2 (die so stark schrumpft wie seit den 1930er-Jahren nicht mehr). Hinzu kommen das infolge der quantitativen Straffung verringerte Bilanzvolumen der Federal Reserve und die verschärften Finanzierungsbedingungen. Auch wenn Konjunkturzyklen oft einem ähnlichen Muster folgen, verlaufen sie nie ganz identisch und können mehr oder weniger stark ausgeprägte Nuancen aufweisen. Im aktuellen Zyklus gibt es Faktoren, die den Beginn der Rezession verzögern können, so z. B. das in der Pandemie aufgebaute überschüssige Sparvermögen der Haushalte, den wachsenden Anteil des unregulierten Private-Debt-Marktes und das hohe staatliche Haushaltsdefizit. Da die modernen, dienstleistungsbasierten Volkswirtschaften immer weniger zyklisch sind, könnte sich der Zeitraum zwischen dem Beginn der Zinserhöhungen und dem Einsetzen der Rezession, der traditionell bei zwölf bis 18 Monaten liegt, im aktuellen Zyklus verlängern.

### AUFTRÄGE IN DER FERTIGUNGSBRANCHE IN DEUTSCHLAND



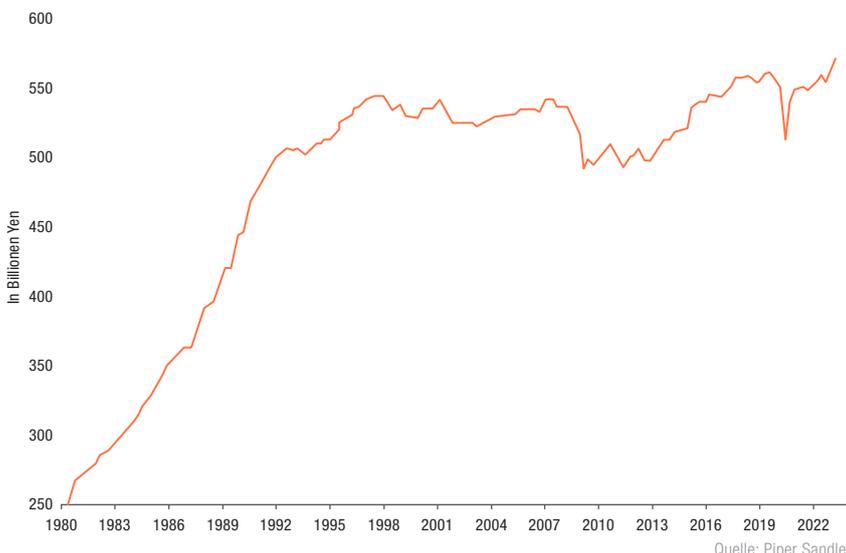
Auch wenn der europäische Konjunkturzyklus zeitversetzt zu dem amerikanischen verläuft, sind die Symptome einer wirtschaftlichen Abschwächung in Europa deutlicher zu erkennen als in den USA. Ein wichtiger Unterschied zwischen den beiden Regionen ist die Höhe des Haushaltsdefizits, das in den USA deutlich höher liegt als in Europa. Zudem haben die US-Haushalte in der Pandemie deutlich mehr Sparvermögen angesammelt, was die größere Resilienz des dortigen Binnenkonsums erklärt. In der Eurozone zeigt die Dienstleistungsbranche erste Symptome einer Abschwächung. In Frankreich fiel der Einkaufsmanagerindex im Juni unter die Marke von 50, die Expansion und Rezession voneinander trennt. In Deutschland, der größten Volkswirtschaft der Eurozone, leidet die Industrie unter der sinkenden Nachfrage in vielen Weltregionen, vor allem vonseiten des wichtigsten Handelspartners China. Die gestiegenen Zinsen dürften sich in den kommenden Monaten direkter auf die Baubranche auswirken, wenn Projekte abgeschlossen werden, die noch nicht von den höheren Zinsen betroffen waren.

### JUGENDARBEITSLOSIGKEIT IN CHINA



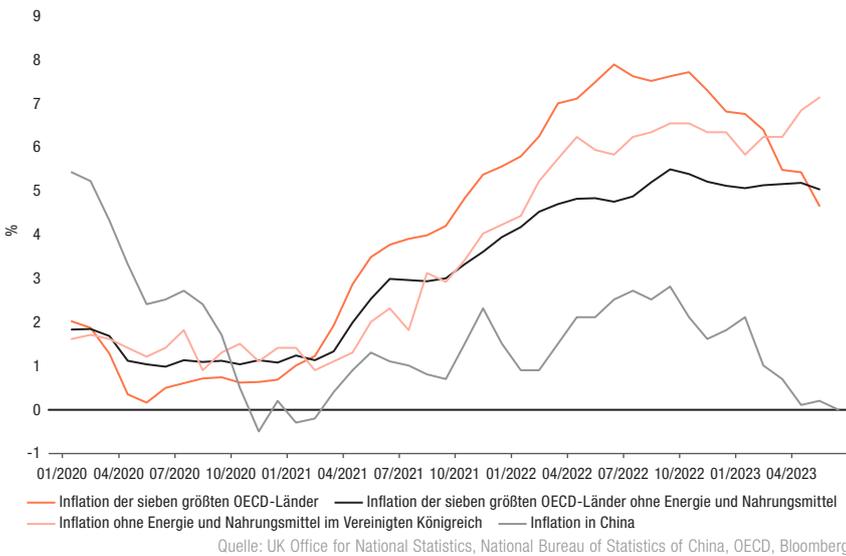
In China verliert die Wirtschaft, die sich seit der Wiederöffnung zum Jahresbeginn erholt hatte, offenbar schneller an Dynamik als erwartet. Die Dienstleistungsbranche hatte zwar nach dem Ende der pandemiebedingten Einschränkungen an Fahrt aufgenommen, der Aufschwung fiel jedoch deutlich schwächer aus als seinerzeit in den USA oder in Europa. Es scheint, als habe die Pandemie tiefgreifend auf die Psychologie der chinesischen Verbraucher gewirkt, die durch die vielfältigen negativen Folgen der restriktiven Politik destabilisiert wurde. So brach die Geburtenrate während der Pandemie ein, mit der Folge, dass die chinesische Bevölkerung 2021 zum ersten Mal seit 60 Jahren abnahm. Die Arbeitslosenquote unter den 16- bis 24-Jährigen steigt, was eine Gefahr für die wirtschaftlichen Perspektiven der jungen Generation darstellt. Die Krise auf dem Immobilienmarkt ist immer noch nicht ausgestanden, und Immobilien-Investitionen drohen ihr Image als sichere, gegen Wertverlust immune Anlageform („Baugold“) zu verlieren. Geopolitische Spannungen schließlich stellen die Rolle Chinas als globales Zentrum der Industrieproduktion in Frage und verringern potenzielle Direktinvestitionen aus dem Ausland. Ohne weitere staatliche Hilfsprogramme dürfte China sein BIP-Wachstumsziel von 5 % in diesem Jahr wohl kaum erreichen.

### NOMINALES BRUTTOINLANDSPRODUKT IN JAPAN



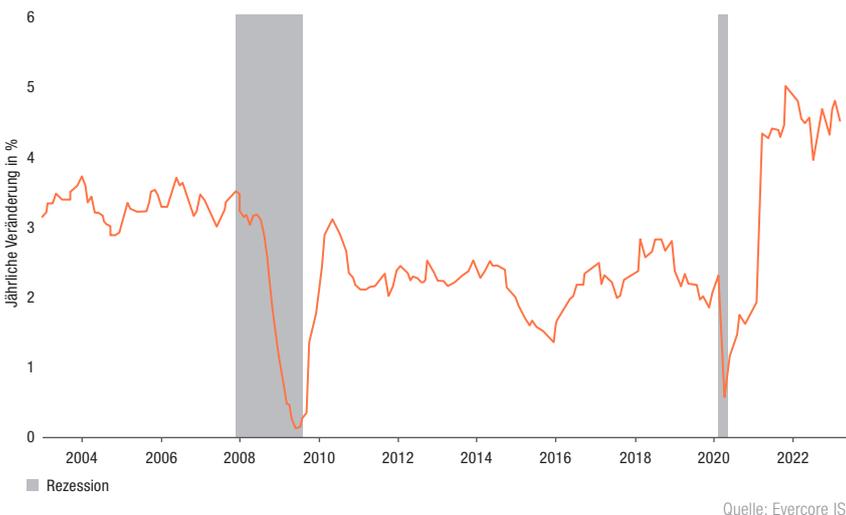
Auch wenn die demografischen Faktoren das Wachstumspotenzial der japanischen Wirtschaft weiterhin belasten, scheinen sich die langfristigen Perspektiven für das Land in mehrerlei Hinsicht zu verbessern. Aufgrund der geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China wird Japan attraktiver für westliche Unternehmen, die ihre Produktionsketten sichern und gleichzeitig weiter in Asien investieren wollen. Die meisten japanischen Unternehmen haben extrem solide Bilanzen, sind gering verschuldet und verfügen über große Mengen an freier Liquidität, die sie zu Investitionen oder zur Zahlung höherer Gehälter verwenden können. Die Nachricht, dass die Tokioter Börse unrentable Unternehmen von der Notierung ausschließen will, wenn diese ihre Rentabilität nicht bis 2026 verbessern, ist ein weiteres Zeichen dafür, dass die öffentlichen Stellen die Produktivität im Land steigern wollen. Die alljährlichen Gehaltsverhandlungen im Frühjahr schließlich erbrachten die größten Steigerungen seit Beginn der 1990er-Jahre. Dies nährte die Hoffnung auf das endgültige Ende der Deflationsperiode, die die Konjunktur des Landes seit dem Platzen der Immobilien- und Finanzblase 1989 geprägt hat. Das nominale Bruttoinlandsprodukt des Landes stieg im ersten Quartal über seinen höchsten Stand vor der Pandemie und hat den Korridor, in dem es sich seit rund 30 Jahren bewegt, nun offenbar definitiv verlassen.

## INFLATION



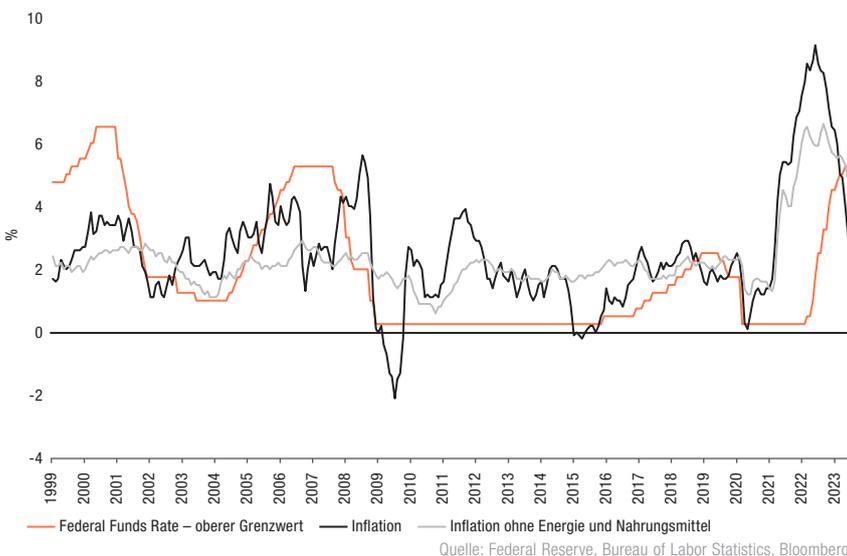
Die Inflation ist weltweit rückläufig. Dieser Rückgang ist das Ergebnis der sinkenden Rohstoffpreise, der fallenden Seefracht-Kosten, der wieder hergestellten Lieferketten und der Abschwächung der Teuerung bei dauerhaften Konsumgütern. Regional gibt es jedoch weiterhin große Unterschiede, was sich auch in der Geldpolitik der jeweiligen Notenbanken niederschlägt. In den Schwellenländern, wo es in der Pandemie keine großen Konjunkturprogramme gab, sinkt die Inflation deutlich schneller als in den Industriestaaten, wo sich die Preisindikatoren (ohne Energie und Nahrungsmittel) deutlich hartnäckiger auf höherem Niveau halten. In China beispielsweise fiel die Inflationsrate im Juni auf 0 %, während die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Vereinigten Königreich auf 7,1 % stieg. In den kommenden Monaten könnten sich die Notenbanken in den Schwellenländern veranlasst sehen, ihre Geldpolitik zu lockern, um die Wirtschaft zu unterstützen, während ihre Kollegen in den Industrieländern gezwungen sein könnten, ihren Zinserhöhungskurs beizubehalten, um einer Lohn-Gehalts-Spirale entgegenzuwirken.

## DEFLATOR DER KONSUMAUSGABEN FÜR DIENSTLEISTUNGEN (OHNE ENERGIE UND WOHNEN) IN DEN USA



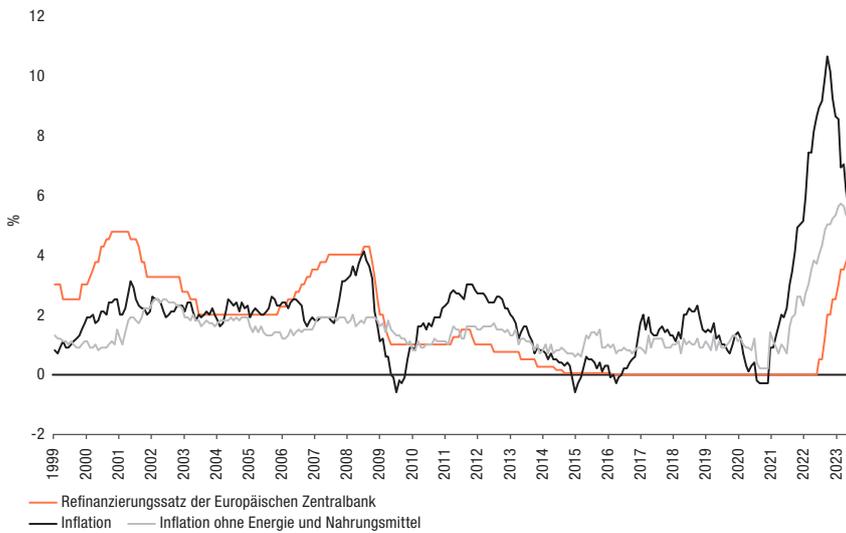
In den USA führte der gefallene Ölpreis zu einer deutlichen Abschwächung der Inflation. Sie sank im Juni auf 3,0 %, während sie ein Jahr zuvor auf ihrem Höchststand von 9,1 % gelegen hatte. Ohne Energie und Nahrungsmittel fällt der Rückgang allerdings weniger deutlich aus. Der Preisanstieg verringerte sich hier von 6,6 % im September 2023 auf derzeit 4,8 %. Die Wohnkostenkomponente, wichtiger Bestandteil des Preiskorbs, reagiert in der Regel später als die Mietpreise selbst. Diese sind bereits in den vergangenen Monaten deutlich gefallen. Aus diesem Grund brachte Fed-Chef Jerome Powell sogar die Verwendung eines weiteren Indikators ins Spiel: den Deflator der Konsumausgaben für Dienstleistungen (ohne Energie und Wohnen), der bislang allerdings hartnäckig auf hohem Niveau verharrt. All dies legt nahe, dass sich die Lohn- und Gehaltssteigerungen deutlich abschwächen müssten, um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Dann würden die Lohnstückkosten sinken, die historisch in enger Verbindung mit der Inflationsrate stehen. Sollte sich der Arbeitsmarkt nicht deutlich verschlechtern, bleibt das Erreichen des Inflationsziels von 2 % wenig realistisch.

## GELDPOLITIK IN DEN USA



Im zweiten Quartal verringerte die US-Notenbank Federal Reserve das Tempo ihrer Zinsstraffungspolitik beträchtlich. Nachdem sie die Zinsen seit März 2022 angehoben hatte, legte sie nach einer weiteren Anhebung um 25 Basispunkte Anfang Mai eine Pause ein und ließ die Fed Funds Rate im Juni im Zielkorridor von 5,00 % bis 5,25 %. Die Pause hat zum Ziel, die Auswirkung der vorangegangenen Zinserhöhungen auf die Konjunktur zu bewerten, da diese erst mit einer gewissen Verzögerung auf die strafferen Finanzierungsbedingungen reagiert. Zudem dürfte die Fed nach der Bankenkrise im Zuge des Konkurses der Silicon Valley Bank nun besondere Wachsamkeit an den Tag legen. Eine übermäßige Zinsstraffung, die andere Akteure der Finanzbranche gefährden könnte, will sie vermutlich vermeiden. Die Inflation ist den vergangenen Monaten bereits deutlich gesunken, auch wenn der Rückgang durch Basiseffekte, d. h. den Vergleich mit sehr hohen Vergleichsniveaus, begünstigt wurde, was sich in der zweiten Jahreshälfte ändern wird. Um das angestrebte Inflationsziel von 2 % zu erreichen, müsste sich allerdings der Arbeitsmarkt deutlicher abschwächen. Angesichts der aktuellen Lage planen die Währungshüter für das dritte Quartal offenbar eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte.

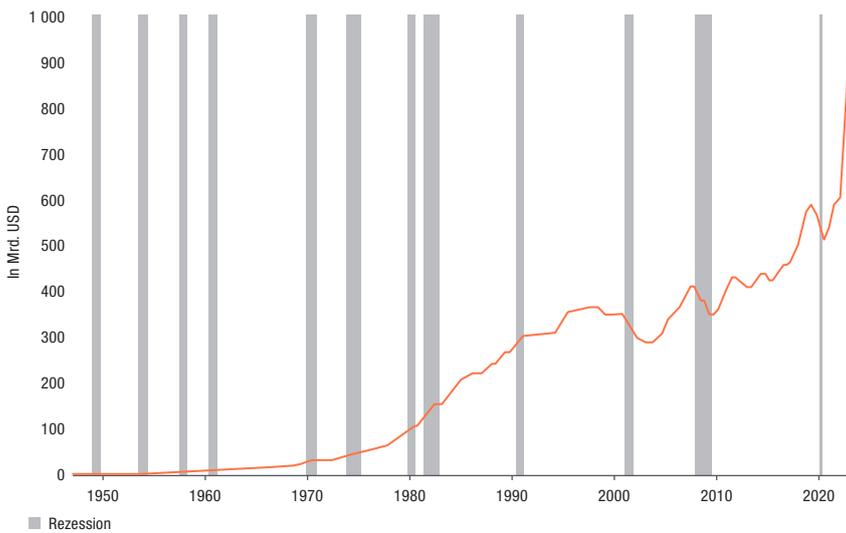
**GELD- UND ZINSPOLITIK IN DER EUROZONE**



Quelle: Europäische Zentralbank, Eurostat, Bloomberg

Auch wenn die Europäische Zentralbank ihr Zinserhöhungstempo im zweiten Quartal reduziert und ihre Zinsschritte auf jeweils 25 Basispunkte begrenzt hat, hat sie bislang noch keine Zinspause eingelegt. Die europäischen Währungshüter hatten ihren Zinsstraffungskurs etwas später begonnen als ihre US-Kollegen, und der EZB-Refinanzierungssatz liegt aktuell bei 4 %. Hinzu kommt, dass der Lohn- und Gehaltsdruck in Europa höher ist als in den USA, was erklären dürfte, warum die Preisindikatoren ohne Energie und Lebensmittel bislang kaum gesunken sind. Je mehr die Regierungen Lohn- und Gehaltssteigerungen zum Ausgleich der Inflation gewähren bzw. ihnen zustimmen, desto mehr könnte die EZB gezwungen sein, weiter an der Zinsschraube zu drehen. Bisher kommt es weder in der Bank- noch in der Immobilienbranche zu größeren Spannungen, was angesichts des Ausmaßes der Zinserhöhungen überrascht. Solange keine erkennbaren Krisensymptome auftreten, sind die europäischen Währungshüter offenbar bereit, die Zinsen weiter zu erhöhen, um zu einer deutlicheren Entspannung der Preise beizutragen und die Entwicklung der Inflation hin zur Zielmarke von 2 % zu fördern.

**ZINSAUHLUNGEN DER US-REGIERUNG**



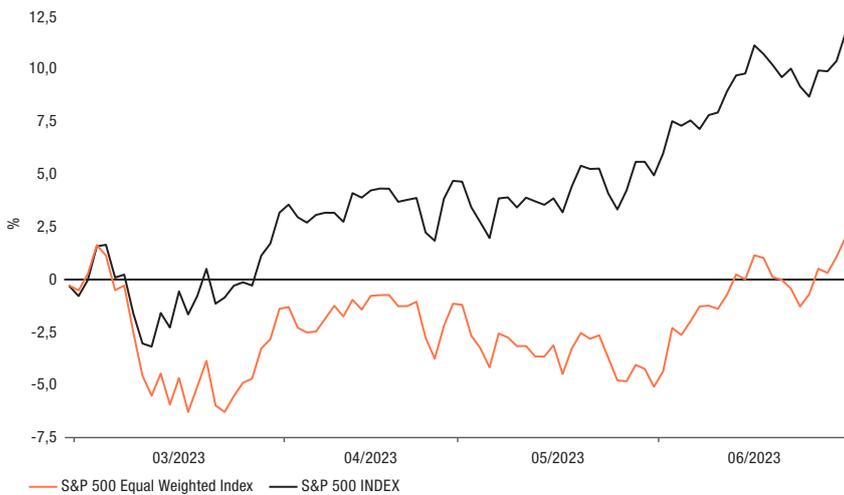
Quelle: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

Bedingt durch die geldpolitische Straffung der Federal Reserve werden die Zinszahlungen für die öffentliche Verschuldung in den kommenden Jahren massiv steigen. Da die US-Treasury die fällig werdenden Emissionen neu finanzieren muss, werden die Kosten zur Bedienung der öffentlichen Schulden zunehmen, und zwar unabhängig von der Laufzeit der neu ausgegebenen Papiere, weil sowohl kurz- als auch langfristige Zinsen gestiegen sind. Noch ist allerdings nicht klar, welche Wirkung die höheren Finanzierungskosten auf die Konjunktur haben werden. Einerseits vergrößern höhere Zinsen das Haushaltsdefizit und beschränken somit die Fähigkeit der Regierung, zur Stützung der Konjunktur einzugreifen. Andererseits stellen Zinszahlungen für Anleihebesitzer zusätzliche Einkünfte dar, die ihre Kaufkraft erhöhen können. Wenn der Anstieg des Haushaltsdefizits aufgrund höherer Zinszahlungen von der Federal Reserve monetarisiert wird, könnte der verteuerte Schuldendienst sogar dazu beitragen, den Inflationsdruck zu erhöhen. Auch wenn diese Erwägung außer Acht lässt, dass die Zinserhöhungen eine restriktive Wirkung auf die verschuldeten Akteure des privaten Sektors haben, zeigt sie doch, dass die Inflationsrisiken steigen, wenn die Haushaltsdisziplin nicht mehr als volkswirtschaftlicher Imperativ gilt.



# Finanzmärkte

## ENTWICKLUNG DES S&P 500 UND DES GLEICHGEWICHTETEN S&P 500 SEIT ENDE FEBRUAR



Quelle: Bloomberg

Die Aktienmärkte haben sich in der ersten Jahreshälfte stark erholt. Der Anstieg wurde vor allem von Wachstumswerten angetrieben. Vor allem in den USA verzeichneten die großen Technologiewerte spektakuläre Kurssteigerungen und verhalfen dem Nasdaq-Index zu einem beispiellosen Aufschwung. Da diese Werte auch im S&P 500-Index enthalten sind, profitierte dieser auch stark von der Begeisterung der Anleger für das Thema Künstliche Intelligenz. Europa profitierte ebenfalls von seinen Technologieunternehmen und vor allem von seinen Luxusgüterriesen. Die wichtigsten Indizes wurden somit von einer begrenzten Anzahl von Titeln angeführt.

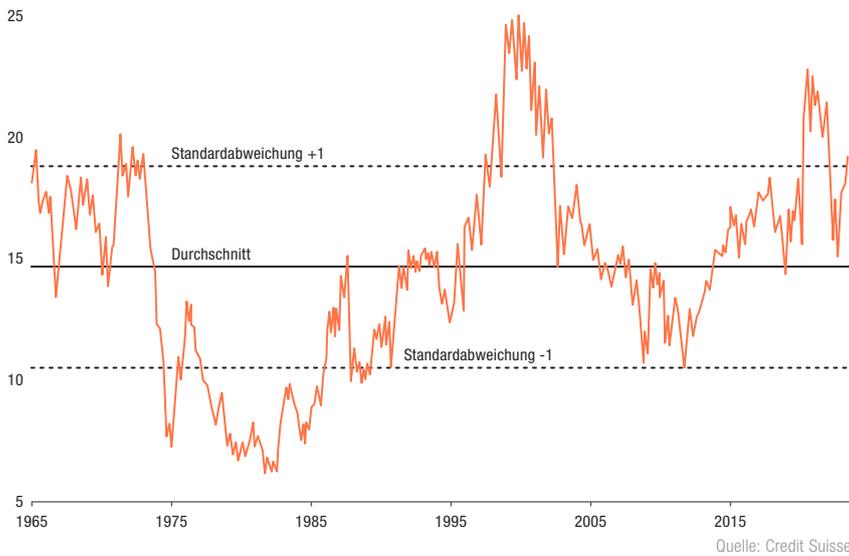
## KURSENTWICKLUNG VON CISCO SEIT 2000



Quelle: Bloomberg

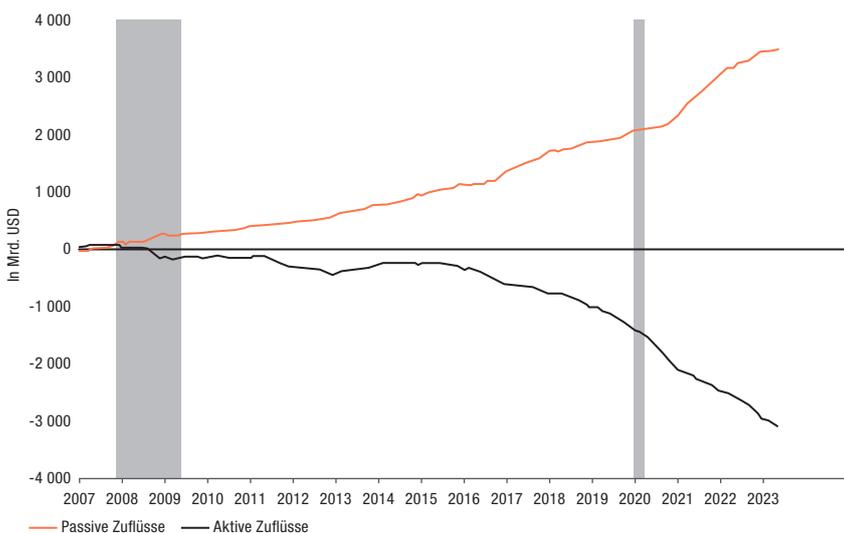
Die relativ enge Börsenrallye ist umso besorgniserregender, als die starke Performance der Technologiewerte vor allem auf den Anstieg ihrer Bewertungen zurückzuführen ist und nicht auf ihr Gewinnwachstum. Ähnlich wie Ende des vergangenen Jahrhunderts erleben wir den Beginn einer Spekulationsblase zum Thema Künstliche Intelligenz, mit Nvidia in der Rolle, die damals Cisco einnahm. Auch wenn diese Technologie unbestreitbar eine wichtige Rolle spielen wird, wird sie, ähnlich wie das Internet vor 20 Jahren, von einem klassischen Börsenzyklus begleitet werden. Die derzeitige Begeisterung für alles, was mit dem Thema zu tun hat, wird allmählich einer realistischeren Einschätzung weichen, die zu einer Korrektur vieler Aktien führt, gefolgt von der Identifikation der Gewinnerunternehmen.

## KGV DES S&P 500 AUF BASIS DER ERWARTETEN GEWINNE



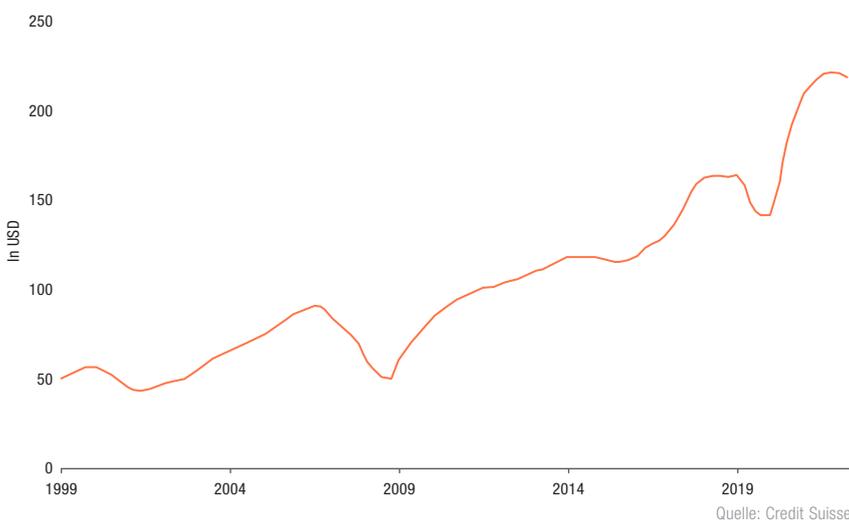
Der übrige Markt profitierte ebenfalls von einem Anstieg der Bewertungen, wenn auch weniger stark als der Technologiesektor. Das Jahr 2023 steht somit im Gegensatz zu den beiden vorangegangenen Jahren, in denen die Märkte einen Rückgang der Bewertungen verzeichneten. Hinter diesem Re-Rating steht in erster Linie das (vorübergehende?) Verschwinden der Stagflationsängste, insbesondere in den USA. So zeigte sich das US-Wachstum in der ersten Jahreshälfte dank eines robusten Dienstleistungssektors recht widerstandsfähig. Gleichzeitig ging die Inflation weiter zurück, auch wenn die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) weiterhin ein Problem darstellt. Dies ließ die Idee einer sanften Landung der Wirtschaft aufkommen, die mit einem Ende der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve einhergeht.

## ZUFLÜSSE IN AKTIENFONDS



Die Tatsache, dass es den Aktienmärkten bisher gelungen ist, sich sehr gut gegen steigende Zinsen zu behaupten, mag überraschen. Immerhin ist die derzeit laufende geldpolitische Straffung die größte seit Anfang der 1980er-Jahre, im Falle der US-Notenbank mit einem Anstieg von über 500 Basispunkten. Man hätte erwarten können, dass ein solcher Anstieg zu einem viel stärkeren Rückgang der Bewertungen führt, zumal diese Anfang 2022 hoch waren. Die Realität sieht jedoch so aus, dass die Bewertungen in einem von passiven Anlagestrategien dominierten Umfeld weitaus weniger wichtig sind. Während höhere Zinssätze einen aktiven Manager dazu veranlassen, den in seinem Bewertungsmodell verwendeten Abzinsungssatz zu erhöhen und damit den inneren Wert des analysierten Unternehmens zu senken, berücksichtigt ein passiver Manager derartige Überlegungen nicht wirklich. Das Ergebnis ist eine Art Inelastizität von Angebot und Nachfrage von Aktien, bei der eine kontinuierliche Nachfrage durch wiederkehrende Kaufprogramme oder Aktienrückkäufe von Unternehmen einem relativ statischen Angebot gegenübersteht, zumindest solange die Risikobereitschaft vorhanden ist.

## UNTERNEHMENSGEWINNE IM S&P 500-INDEX LIEGEN WEIT ÜBER IHREM LANGFRISTIGEN TREND



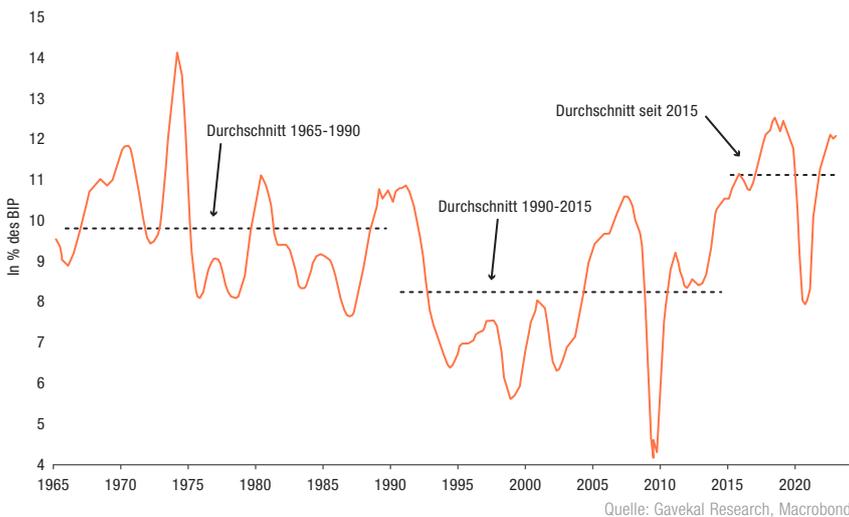
In Bezug auf die Bewertung ist der US-Markt wieder auf ein geschätztes Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 19 zurückgekehrt, das höchste seit der Finanzkrise (mit Ausnahme des Coronapandemie-Zeitraums). Dies zu einem Zeitpunkt, an dem die Gewinnmargen nahe ihrem Höchststand bleiben, die Zinssätze jedoch ebenfalls auf dem höchsten Niveau seit der Krise liegen und die Inflationsrate weit über ihrem Durchschnittsniveau der vergangenen 30 Jahre steht. Zu beachten ist jedoch, dass die Bewertungen des S&P 500-Index nicht unbedingt ein guter Maßstab für die Bewertung von Aktien insgesamt sind, aufgrund der starken Konzentration der großen Werte in diesem Index. Aus technischer Sicht ist das Marktverhalten ebenfalls nicht beruhigend, da weniger als 30 % der Aktien im S&P 500 den Index schlagen, was der niedrigste Prozentsatz seit März 2000 ist. Schließlich ist auch ein mögliches baldiges Ende der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve nicht unbedingt ein Argument für Aktien. Die Geschichte zeigt, dass auf die letzte Anhebung der Leitzinsen durch die Federal Reserve in der Regel eine deutliche Verlangsamung der Unternehmensgewinne folgt.

### ENTWICKLUNG DES TOPIX-INDEX



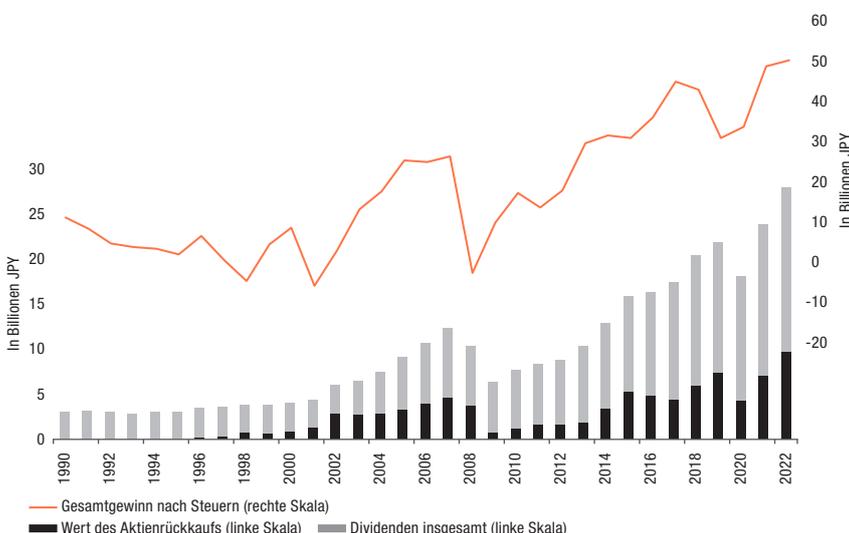
Der japanische Markt scheint endlich aus seinem Dornröschenschlaf erwacht zu sein. In lokaler Währung verzeichnete die japanische Börse im ersten Quartal die beste Entwicklung, nachdem sie bereits 2022 eine Outperformance erzielt hatte. In Euro wurde ihr Anstieg jedoch teilweise durch die Abwertung des Yen zunichte gemacht. Ende Juni überschritt der Nikkei-Index zum ersten Mal seit 1990 die 33.000er-Marke. Der Topix-Index liegt immer noch rund 25 % unter seinem Stand von Ende 1989. Unter Einbeziehung der Dividenden liegt der Index jedoch fast 30 % über diesem Niveau. Der japanische Aktienmarkt hatte seit dem Platzen der Spekulationsblase Anfang 1990 einige Fehlstarts zu verzeichnen, scheint sich aber nun auf einem dauerhaften Aufwärtstrend zu befinden. Der jüngste Besuch von Warren Buffett und seine Entscheidung, seine Beteiligungen an einer Reihe von Unternehmen zu erhöhen, scheint das Interesse der Anleger an diesem Markt wieder geweckt zu haben.

### RENTABILITÄT JAPANISCHER UNTERNEHMEN AUSSERHALB DES FINANZSEKTORS



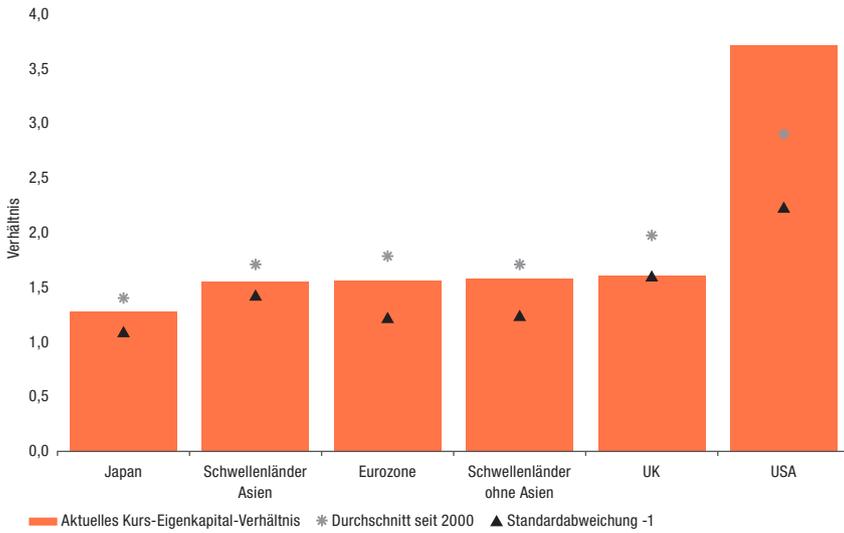
Das Hauptargument für den japanischen Markt ist die höhere Rentabilität der Unternehmen und die bessere Allokation ihres Kapitals. Viele Jahre lang war der japanische Markt eine Art Spiegelbild des US-amerikanischen Marktes. Letzterer ist auf die Schaffung von Shareholder Value fixiert. In Japan hingegen stand dieses Konzept nicht auf der Prioritätenliste der Unternehmen, was sich unter anderem in den zahlreichen Überkreuzbeteiligungen oder den hohen Barmitteln in den Bilanzen widerspiegelte. Mit dem Amtsantritt von Shinzo Abe und der Umsetzung seines als „Abenomics“ bekannten Programms begann sich diese Mentalität zu ändern. Seitdem ist die Rentabilität japanischer Unternehmen kontinuierlich gestiegen und hat sich dem internationalen Niveau angenähert.

### DIVIDENDEN UND AKTIENRÜCKKÄUFE IN JAPAN



Der Trend zu einer höheren Wertschöpfung für die Aktionäre dürfte sich in den kommenden Jahren fortsetzen. So hat die Tokioter Börse gerade eine Reihe von Initiativen angekündigt, die Unternehmen, die unter ihrem Eigenkapital handeln, dazu zwingen sollen, diese Situation zu ändern. Die Zahl der aktiven Aktionäre, die auf den Hauptversammlungen Änderungen vorschlagen, ist deutlich gestiegen. Darüber hinaus hat die Regierung Steuerbefreiungen angekündigt, um Privatanleger zu ermutigen, an der Börse zu investieren. Die japanischen Unternehmen versuchen nicht mehr, ihre Marktanteile um jeden Preis zu steigern, sondern streben nach einer hohen Rendite auf das eingesetzte Kapital und sind bereit, ihre Aktionäre durch Dividendenerhöhungen oder Aktienrückkäufe an den Früchten dieser neuen Ausrichtung teilhaben zu lassen.

## KURS-EIGENKAPITAL-VERHÄLTNISS DER WICHTIGSTEN MÄRKTE



Quelle: Gavkal Research, Macrobond

Die Bewertung des japanischen Marktes bleibt attraktiv, sowohl im Vergleich zu seiner eigenen Geschichte als auch im Vergleich zum Anleihemarkt und zu anderen Aktienmärkten. Während die Outperformance des US-Marktes seit der Finanzkrise zum Teil auf steigenden Bewertungen beruht, sind die Aktienbewertungen in Japan im gleichen Zeitraum gesunken. Darüber hinaus gibt es auf dem Markt viele Unternehmen, die in ihren jeweiligen Branchen zu den Weltmarktführern gehören und über sehr gute Bilanzen verfügen. Japan könnte auch zu den Gewinnern des „Friendshoring“ gehören. Mit diesem Begriff beschreibt US-Finanzministerin Janet Yellen die Tendenz, Produktionsketten in befreundete Länder zu verlagern. Ein Faktor, der den Aufwärtstrend des japanischen Marktes vorübergehend unterbrechen könnte, wäre eine starke Kontraktion der Weltwirtschaft, da die Gewinne der japanischen Unternehmen stark vom globalen Konjunkturzyklus abhängig sind.

## ENTWICKLUNG DES WECHSELKURSES EUR/JPY



Quelle: Bloomberg

Das Ende der derzeit von der Bank of Japan verfolgten Geldpolitik könnte ein weiterer Katalysator für den Aktienmarkt sein. Im Gegensatz zu ihren wichtigsten Amtskollegen hat die Bank of Japan ihre Geldpolitik trotz der steigenden Inflation nicht gestrafft. Sie ließ sogar den Mechanismus zur Zinskurvenkontrolle bestehen, indem sie den Zehnjahres-Zinssatz auf 0,5% begrenzte. Der Yen bekam dies zu spüren, da die japanische Währung seit Ende 2021 gegenüber dem US-Dollar und dem Euro um mehr als 15% nachgab. Sie scheint heute deutlich unterbewertet zu sein. Der neue Gouverneur der Bank of Japan, Kazuo Ueda, hat seit seinem Amtsantritt im April noch keine Änderung der Geldpolitik vorgenommen, aber die derzeitige Politik ist immer weniger haltbar. Eine mögliche Änderung würde im Prinzip zu einem Anstieg der Anleihezinsen und einer Aufwertung des Yen führen. Der erste Effekt würde die einheimischen institutionellen Anleger dazu veranlassen, ihre Portfolios stärker in Aktien umzuschichten, der zweite dazu, weniger im Ausland zu investieren, während gleichzeitig ausländische Anleger dazu ermutigt würden, nach Japan zurückzukehren.

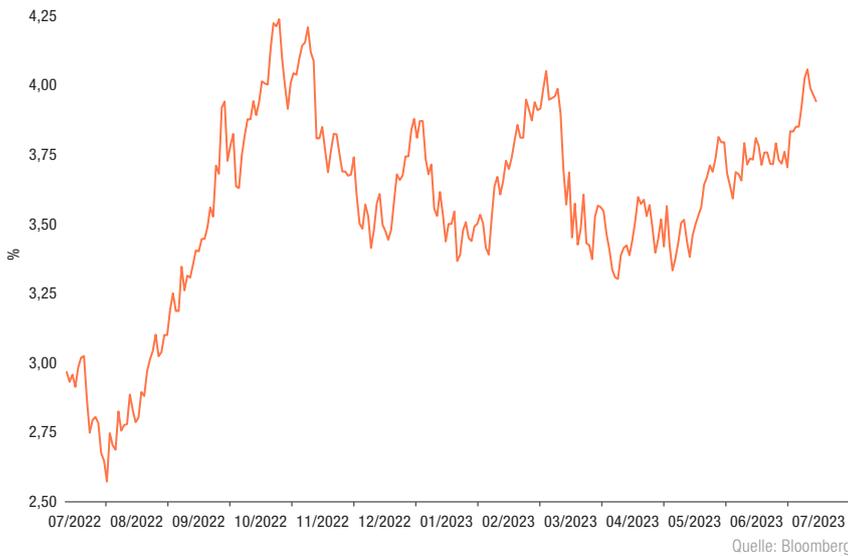
## ENTWICKLUNG DES CHINESISCHEN UND INDISCHEN MARKTES ÜBER DIE VERGANGENEN FÜNF JAHRE



Quelle: Bloomberg

Der chinesische Markt konnte sich der Flaute, mit der das Land seit zwei Jahren zu kämpfen hat, nicht entziehen. Der mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft verbundene Aufschwung war nur von kurzer Dauer, und der Markt wurde schnell von den geopolitischen Spannungen einerseits und der Krise auf dem lokalen Immobilienmarkt andererseits eingeholt. Die sinkenden Preise in diesem Sektor belasten das Vertrauen der Haushalte, so dass die Wiedereröffnung der Wirtschaft nicht die erwarteten Ergebnisse brachte. Die Erwartungen der Anleger an den chinesischen Markt scheinen derzeit so gering zu sein, dass der chinesische Markt in der zweiten Jahreshälfte positiv überraschen könnte. Die Anfang Juli angekündigten Geldbußen gegen Tencent und Ant Group scheinen das Ende der Regulierungskampagne im Technologiesektor zu markieren, während der Besuch der US-Finanzministerin in Peking den Beginn einer Annäherung zwischen China und den USA markieren könnte. Indien profitierte seinerseits von den geopolitischen Spannungen und dem Wunsch großer internationaler Unternehmen, ihre Lieferketten außerhalb Chinas zu diversifizieren. Das Land hält sich nicht an das Embargo des Westens gegen Russland und profitiert daher zudem von billigem russischen Öl.

**ENTWICKLUNG DER ZEHNJÄHRIGEN US-STAATSANLEIHE**



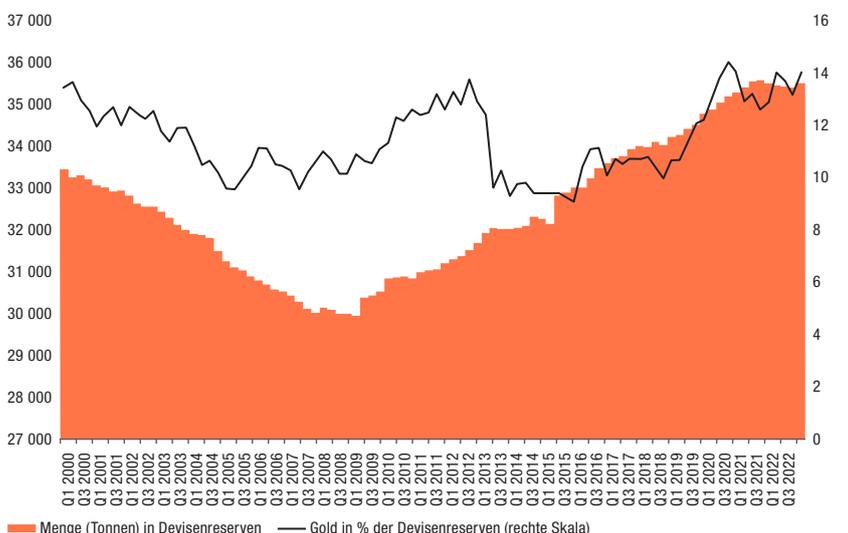
Nach einem der schlimmsten Jahre in ihrer Geschichte stabilisierten sich die Anleihemärkte in der ersten Jahreshälfte. Nach einem Höchststand von 4,25 % Anfang Oktober sank die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe bis Anfang April auf 3,3 %. Im Euroraum hingegen fluktuieren die langfristigen Zinsen weiterhin um ihren Stand vom Oktober. Die jüngsten Äußerungen der Notenbankchefs der USA und Europas hinsichtlich einer weiteren Straffung ihrer Geldpolitik führten zu einem leichten Anstieg der langfristigen Zinssätze, verstärkten aber vor allem die Inversion der Zinskurven weiter. In den USA erreichte der einjährige Zinssatz den höchsten Stand seit Ende 2000, während der zehnjährige Zinssatz unter dem im Oktober vergangenen Jahres erreichten Stand blieb. Eine so starke Inversion der Zinskurve signalisiert normalerweise eine bevorstehende Rezession, da die Anleger erwarten, dass die kurzfristigen Zinsen stark sinken werden, wenn die Rezession erst einmal da ist. Staatsanleihen dürften in der zweiten Jahreshälfte von deutlicheren Anzeichen einer Verlangsamung der Weltkonjunktur profitieren.

**ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES**



Nachdem sich der Goldpreis Anfang April seinem historischen Höchststand angenähert hatte, gab er etwas nach. Angesichts der historisch engen Korrelation zwischen dem Kurs des gelben Metalls und realen (inflationbereinigten) Zinssätzen ist der Schaden, der durch den Anstieg der Zinssätze (steigende Nominalzinsen und sinkende Inflation) verursacht wurde, jedoch erstaunlich gering. Immerhin steht die Rendite auf die fünfjährige inflationsindexierte US-amerikanische Staatsanleihe mittlerweile auf ihrem höchsten Stand seit April 2010. Dies spricht dafür, dass der Entwicklung des Goldpreises andere Faktoren zugrunde liegen. Zu diesen Faktoren gehört in erster Linie das wiedererwachte Interesse der Zentralbanken. Während der Anteil des Goldes an den Devisenreserven zu Beginn dieses Jahrhunderts von 13,5 % auf 9,5 % gesunken war und 2015 immer noch auf diesem Niveau lag, ist er seitdem wieder auf etwa 14 % angestiegen. Ein Großteil der aktuellen Nachfrage kommt aus Ländern wie Russland oder der Türkei, die mit Sanktionen oder einer besonders hohen Inflation zu kämpfen haben. Hinzu kommt die Möglichkeit, dass Gold eine wichtige Rolle in dem Finanzsystem spielen könnte, das einige Länder derzeit als Alternative zum heutigen, auf dem US-Dollar basierenden System aufbauen.

**ANTEIL DES GOLDES AN DEN DEVISENRESERVEN DER ZENTRALBANKEN**



Ungeachtet der derzeit stattfindenden geldpolitischen Straffung spiegelt der Goldpreis jedoch auch die Erkenntnis der Anleger wider, dass die Zinssätze nicht lange auf hohem Niveau gehalten werden können. Zwischen steigenden Zinssätzen und sinkenden Steuereinnahmen beanspruchen die Zinszahlungen auf die Staatsschulden einen immer größeren Teil der Steuereinnahmen. Gleichzeitig haben die wichtigsten Industrieländer jegliche Steuerdisziplin aufgegeben und umfangreiche Programme zur Erhöhung der Staatsausgaben gestartet. Dies geschieht zu einer Zeit, in der die demografischen Trends immer kostspieliger werden. Die Notwendigkeit, die Kosten für den Schuldendienst zu kontrollieren und ständig wachsende öffentliche Defizite zu finanzieren, wird dazu führen, dass sich das derzeit offene Fenster für eine restriktive Haltung der Zentralbanken schnell schließen wird. Ein stetig wachsendes Angebot an Papierwährungen sollte logischerweise zu einer Abwertung dieser Währungen gegenüber dem Gold führen, dessen Angebot relativ konstant ist.

# Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es unrealistisch erscheint zu glauben, dass die Erholung der Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte den Beginn eines neuen langfristigen Aufwärtszyklus für Aktien markiert. Die beiden Faktoren, die für die Entwicklung der Aktienmärkte verantwortlich sind – die Unternehmensgewinne und die Bewertungen – sind heute immer noch auf einem historisch hohen Niveau. Es scheint schwer vorstellbar, dass diese Faktoren, von ihrem heutigen Niveau ausgehend, stark steigen können.

Das Verhalten der Märkte in der ersten Jahreshälfte zeigte jedoch erneut, dass der entscheidende Faktor für die kurzfristige Entwicklung der Aktienmärkte nicht das Zinsniveau, sondern die Gewinnerwartungen der Unternehmen sind. Das Aufkommen der Künstlichen Intelligenz hat in dieser Hinsicht eine sehr starke narrative Dynamik in Bezug auf künftige Produktivitätssteigerungen eingeführt, welche die Fantasie der Anleger beflügelt.

Als Anleger ist es zunehmend wichtig, eine Wahl zwischen kurzfristiger relativer Performance und langfristigem Kapitalschutz und -wachstum zu treffen. Das zweite Ziel erfordert per Definition die Bereitschaft, in weniger populäre und damit billigere Wertpapiere zu investieren, auch wenn diese Werte zeitweise der relativen Performance abträglich sein können. Die asiatischen Märkte bieten in dieser Hinsicht interessante Alternativen, allen voran Japan.

Die Anleihemärkte dürften von einer Verlangsamung der Weltkonjunktur und einem Rückgang der Inflation profitieren. Zu beachten ist jedoch, dass Inflationsvergleiche in der zweiten Jahreshälfte aufgrund des Basiseffekts ungünstiger ausfallen werden.

Gold hat weiterhin seinen Platz in einem diversifizierten Portfolio. Da Gold keine Zinsen abwirft, sollte eine Investition in das gelbe Metall jedoch immer als Versicherung und nicht als kurzfristige Anlage betrachtet werden.

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. **176** – 3. Quartal 2023

**Perspectives**

Redaktionsschluss:

14.07.2023

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)