

Perspectives

Analyse der Finanzmärkte

Makroökonomisches Umfeld

3

- Ob es in den USA zu einer Rezession kommen wird, ist nach wie vor offen.
- Nachdem die Inflation in den vergangenen 18 Monaten deutlich gesunken ist, scheint die angestrebte Zwei-Prozent-Marke nun schwerer zu erreichen.
- Auch wenn sich die Inflation im Dienstleistungssektor hartnäckig hält, peilen die Notenbanken in den USA und Europa eine erste Leitzinssenkung an.

Finanzmärkte

9

- Das optimistische Szenario, das der Erholung der Märkte seit Oktober 2023 zugrunde liegt, entspricht nicht der wirtschaftlichen Realität.
- Ungeachtet der Möglichkeit einer mehr oder weniger starken Korrektur sind Aktien von Qualitätsunternehmen Staatsanleihen vorzuziehen.
- Japan und Gold gehören weiterhin zu unseren stärksten Überzeugungen.

Besuchen Sie unsere Website

www.bli.lu

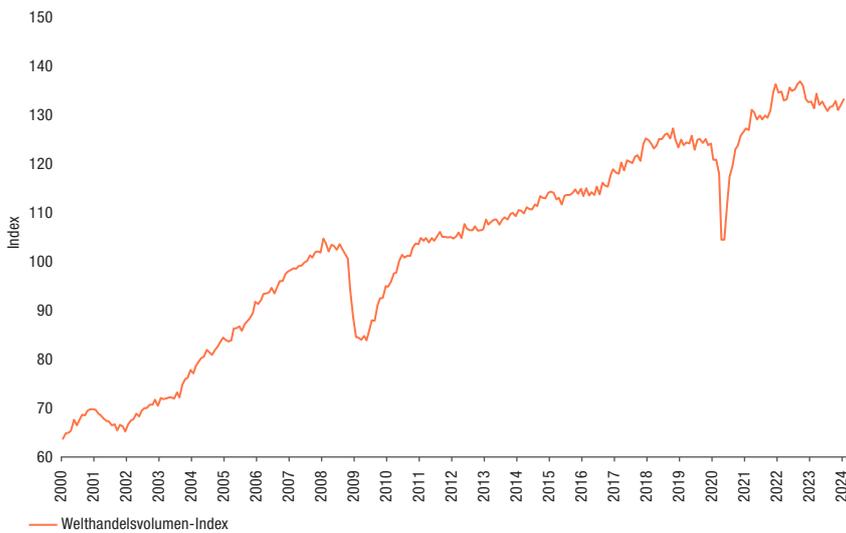
Eine Publikation von

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Makroökonomisches Umfeld

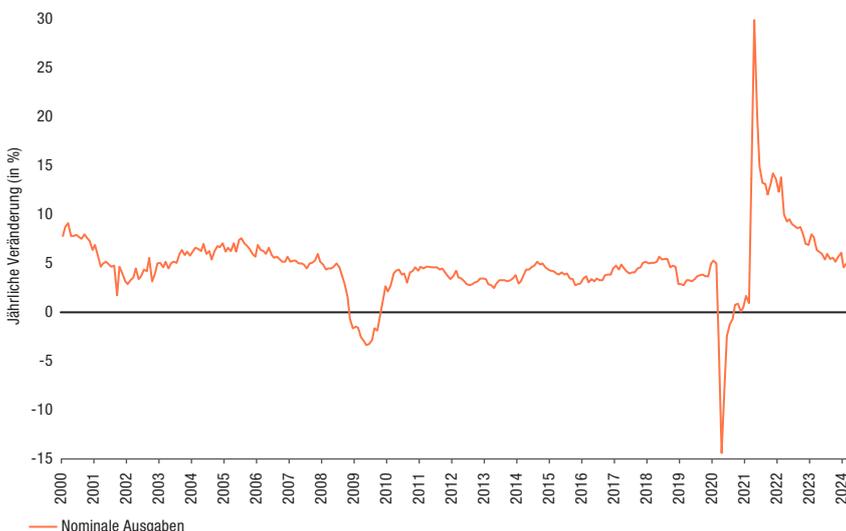
WELTHANDEL



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Bloomberg

Seit Jahresbeginn hat sich die weltwirtschaftliche Lage kaum verändert. Das Wachstum ist insgesamt weiterhin schwach, zeigt aber keine Anzeichen einer übermäßigen Verschlechterung. Am stabilsten ist die Konjunktur nach wie vor in den USA, wo der private Konsum auch im ersten Quartal 2024 robust blieb. Die Eurozone steht am Rand einer Rezession. Die stark von der Fertigungsindustrie abhängigen Länder wie Deutschland stehen dabei besonders unter Druck, während es die Länder des Südens, die vom boomenden Tourismus profitieren, deutlich leichter haben. In China wurde die Konjunktur durch staatliche Maßnahmen gestützt, die erste positive Auswirkungen auf die Industrieproduktion und auf den privaten Konsum zeigen. Strukturelle Überkapazitäten im Immobiliensektor und die geopolitischen Spannungen mit den USA belasten jedoch das allgemeine Geschäftsklima und verhindern, dass das Vertrauen im Land zunimmt. In Japan bremsen die negative reale Lohnentwicklung die private Konsumnachfrage, was das schwache Wachstum in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres erklärt.

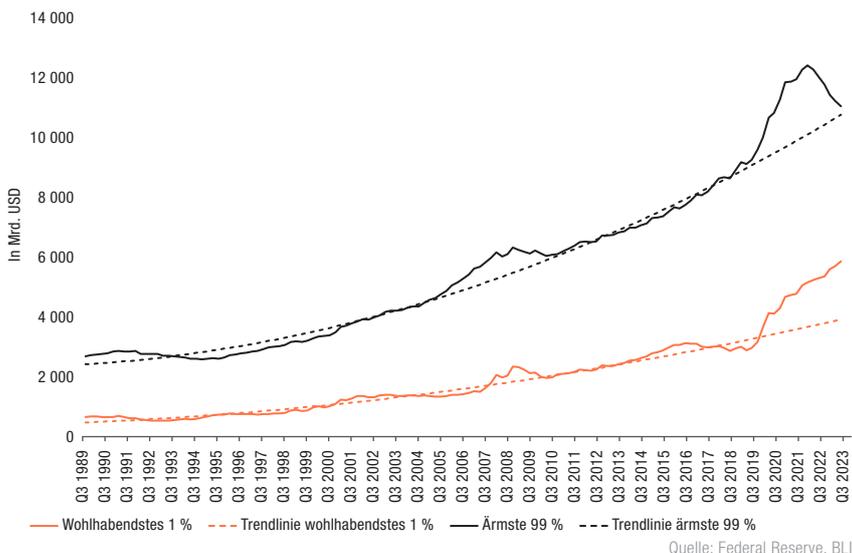
KONSUMAUSGABEN IN DEN USA



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

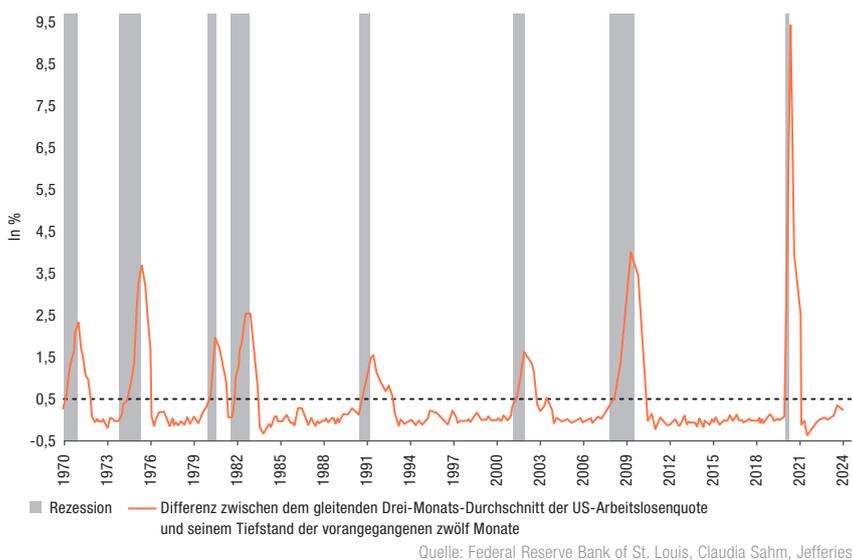
In den USA wächst die Wirtschaft weiter relativ robust, obwohl die Zentralbankzinsen seit März 2022 gestiegen sind. Aus historischer Sicht erschien eine Rezession aufgrund der inversen Zinskurve des gesunkenen Komposit-Index der Conference-Board-Frühindikatoren sowie der deutlichen Abschwächung des Kreditgeschäfts eigentlich unvermeidlich. Diese Rezession ist allerdings bislang ausgeblieben. Auch wenn hier das letzte Wort noch nicht gesprochen ist, bleibt festzustellen, dass die 18 Monate, die es – historisch gesehen – vom Beginn der Inversion der Zinskurve bis zum Beginn der Rezession maximal brauchte, im April vorüber sind. Die Vertreter der These einer ausbleibenden Rezession weisen darauf hin, dass die Konjunktur immer weniger zyklisch verläuft, da der Anteil des Dienstleistungssektors an der Wirtschaftsleistung zunimmt. Bereits in der Rezession von 2001 war der Binnenkonsum in keinem einzigen Quartal rückläufig, was belegt, dass die Wirtschaft im Laufe der Zeit stabiler geworden ist. Sollte das BIP über die Sommermonate hinaus weiter wachsen, hätte sich die These, nach der es trotz der inversen Zinskurve nicht zu einer Rezession kommt, wohl definitiv bestätigt.

BANKEINLAGEN UND GELDMARKTFONDS DER US-HAUSHALTE



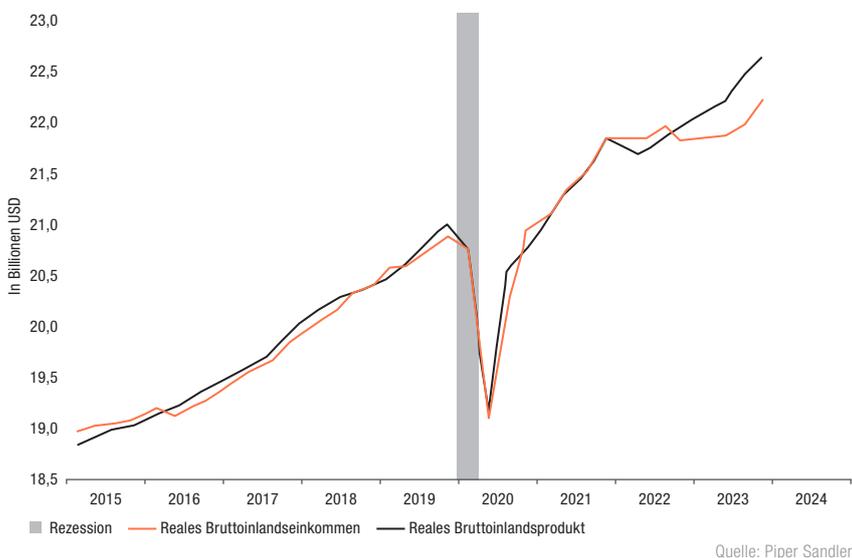
Eine detaillierte Analyse der Liquidität der US-Haushalte zeigt: Der wichtigste Faktor, der eine Rezession bislang verhindert hat, ist das während der Pandemie aufgebaute private Sparvermögen. Ende 2021 lag das überschüssige Sparvermögen der US-Verbraucher (ohne das wohlhabendste Perzentil) bei 2.300 Milliarden USD, was knapp 8 % des BIP entspricht. „Überschüssiges Sparvermögen“ wird dabei definiert als Differenz zwischen dem aktuellen Sparvermögen und seinem auf 30 Jahre extrapolierten Trend. Seither flossen bereits 1.300 dieser 2.300 Milliarden USD in den Konsum; das sind 4,5 % des BIP und entspricht in etwa dem gesamten Wirtschaftswachstum der vergangenen zwei Jahre. Nach dieser Phase des Überkonsums ist das Sparvermögen nun wieder auf seinen langfristigen Pfad zurückgekehrt. Dies legt nahe, dass die Zeit der exzessiven Ausgaben vorüber ist. Sollte die Sparquote nicht weiter absinken, wird der Anstieg der Löhne kaum ausreichen, um eine Abschwächung des Binnenkonsums zu verhindern. Der jüngste Anstieg der Kreditkartenkredite deutet zudem an, dass die derzeitigen Einkünfte den Verbrauchern nicht ausreichen, um laufende Konsumbedürfnisse zu decken.

SAHM-REGEL ALS REZESSIONSINDIKATOR



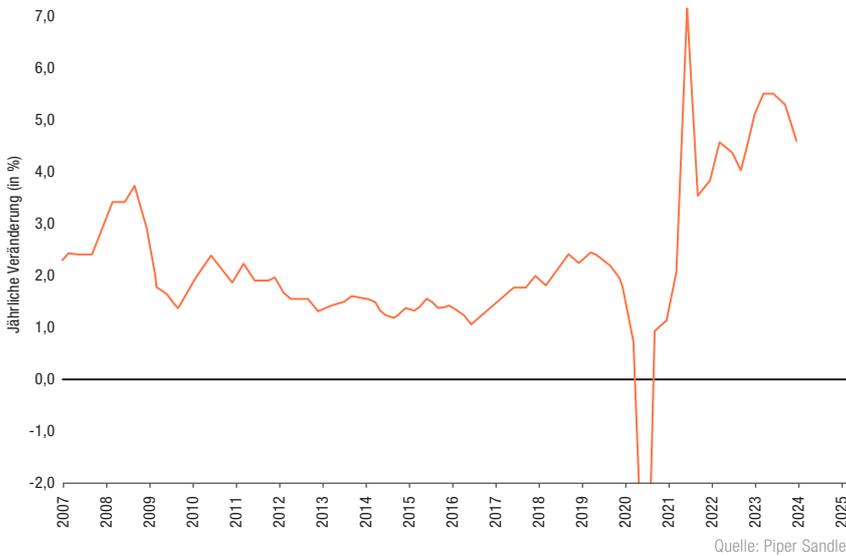
Obwohl sich der Arbeitsmarkt bislang sehr robust gehalten hat, deuten die jüngsten Statistiken auf eine Eintrübung hin. Einerseits gelten rückläufige Zahlen bei freiwilligen Kündigungen, Arbeitsstunden und befristeten Arbeitsverhältnissen als Frühindikatoren für eine deutlichere Verschlechterung des Arbeitsmarkts. Auf der anderen Seite ist aber die Zahl neuer Anträge auf Arbeitslosenunterstützung immer noch nicht gestiegen, und die Arbeitslosenquote bleibt insgesamt niedrig. In der Vergangenheit folgte dann, wenn der gleitende Drei-Monats-Durchschnitt der US-Arbeitslosenquote mehr als 0,5 % über dem Tiefstand der vorangegangenen zwölf Monate lag, ausnahmslos eine Rezession. Diese sogenannte Sahn-Regel (benannt nach der ehemaligen Fed-Ökonomin Claudia Sahn) wird derzeit in 20 von 50 US-Bundesstaaten erfüllt. Bei der jüngsten Veröffentlichung der Arbeitsmarktzahlen Anfang April lag die Differenz zwischen dem gleitenden Drei-Monats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote und ihrem Tiefstand bei 0,4 %, was bestätigt, dass sich die US-Wirtschaft (noch) nicht in einer Rezession befindet.

BRUTTOINLANDSPRODUKT UND -EINKOMMEN IN DEN USA



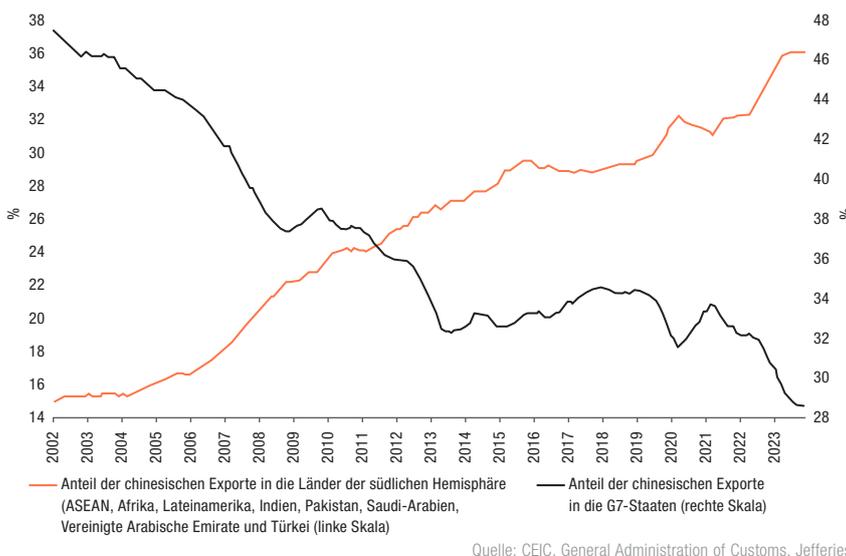
Als besorgniserregender Vorboten eines möglichen Konjunkturabschwungs gilt auch, wenn Statistiken, die eigentlich dieselben wirtschaftlichen Kennzahlen messen sollen, voneinander abweichen. So müsste das Bruttoinlandseinkommen (d. h. die Gesamtheit aller Einkünfte wie Löhne, Gehälter, Unternehmensgewinne, Dividenden, Zinsen und Mieteinkünfte) eigentlich per Definition dem Bruttoinlandsprodukt entsprechen, das den Wert aller Güter und Dienstleistungen eines Jahres misst. Derzeit ist das Bruttoinlandseinkommen jedoch ohne ersichtlichen Grund niedriger als das BIP. Früher oder später wird es also zu einer Angleichung in der einen oder anderen Richtung kommen müssen. Auch zeichnen die Umfragen zur Arbeitsmarktlage unter Unternehmen ein etwas anderes Bild als Befragungen in den privaten Haushalten. Die Zahl der neu geschaffenen Stellen ist nach Angaben der Unternehmen deutlich höher als die Zahl der Neueinstellungen aus der Befragung der Haushalte. Diese unterschiedlichen Zahlen befeuern Zweifel über die Robustheit der US-Wirtschaft und die Sorge vor einer Rezession in der zweiten Jahreshälfte.

PRO-KOPF-ARBEITNEHMERTGELT IN DER EUROZONE



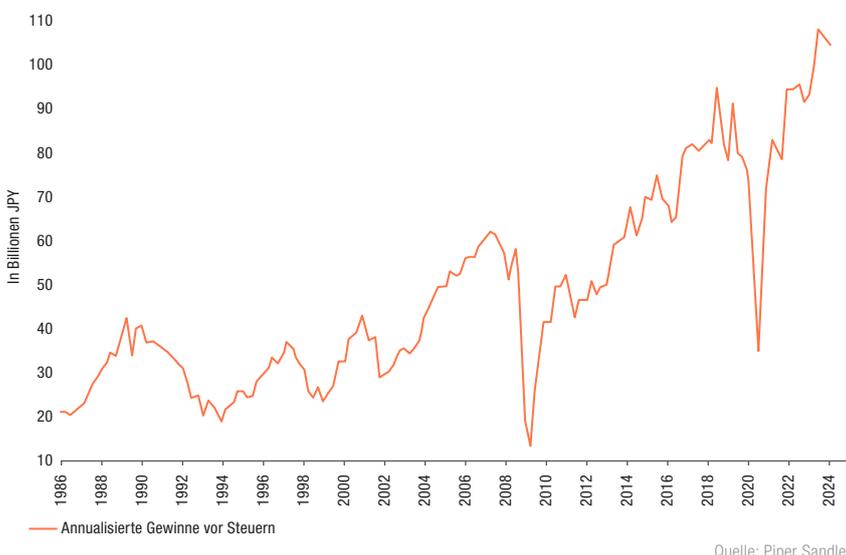
Die Eurozone gehört zu den Regionen mit den schwächsten Wachstumsaussichten. Auch wenn sie im zweiten Halbjahr 2023 knapp einer technischen Rezession (definiert als zwei aufeinander folgende Quartale von Negativwachstum) entgangen ist, nehmen viele öffentliche und private Institutionen ihre Wachstumsprognosen für das laufende Jahr weiter zurück. Die Industrieproduktion sinkt als Folge der schwachen Auslandsnachfrage und der verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit aufgrund gestiegener Energiekosten. Gleichzeitig bekommt der Immobiliensektor in der Eurozone die Auswirkungen der steigenden Zinsen zu spüren, was in vielen Ländern zu einem Rückgang der Bautätigkeit führt. Die Impulse, die die Dienstleistungsbranchen nach der Wiederöffnung nach der Pandemie erfahren hatten, sind verpufft, zumal die europäischen Verbraucher von staatlicher Seite nicht in demselben Maße unterstützt wurden wie die US-amerikanischen. Die Hoffnung auf eine konjunkturelle Besserung im Jahresverlauf nährt sich vor allem aus der sinkenden Inflation und dem starken Lohnwachstum. Beides sollte die reale Kaufkraft der Verbraucher steigern und so zu einem Anstieg der Konsumausgaben führen – sofern sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt nicht zuvor verschlechtert.

EXPORTE AUS CHINA



In China scheint sich das Wirtschaftswachstum nach einer Reihe von Einzelmaßnahmen zu normalisieren. Mit einer umsichtigen und ausgeglichenen Politik bemüht sich Peking, ein jährliches BIP-Wachstum von knapp 5 % zu erreichen. Die strukturelle Verlangsamung der chinesischen Konjunktur ist die logische Folge ihres bisherigen Entwicklungspfad. Der Wachstumstrend scheint sich nach einem ähnlichen Muster abzuschwächen wie seinerzeit in Japan und Südkorea, als deren BIP je Einwohner die Marke von 7.000 US-Dollar überstiegen hatte. Trotz der immensen Herausforderungen (geopolitische Spannungen, Überkapazitäten in der Immobilienbranche, stagnierende Bevölkerung) scheint das Wachstumspotenzial der chinesischen Wirtschaft beträchtlich. Die voranschreitende Urbanisierung, der Aufschwung des Handels mit der südlichen Hemisphäre, massive Investitionen in die Infrastruktur, technologische Innovation und das enorme Potenzial des Binnenmarktes – all das sind Entwicklungsachsen, auf die die chinesische Regierung baut. Trotz der aktuellen Schwierigkeiten dürfte es China mit seinem langen Atem und seiner langfristigen Vision gelingen, seinen wirtschaftlichen Aufschwung fortzusetzen.

GEWINNE VON JAPANISCHEN UNTERNEHMEN



Auch wenn die Lohnabschlüsse im Frühjahr 2023 so hoch ausgefallen waren wie seit 30 Jahren nicht mehr, blieben die Einkommen der japanischen Haushalte im gesamten Jahr hinter der Inflation zurück, was das konjunkturelle Wachstum im zweiten Halbjahr belastete. In diesem Jahr dürften die Lohn- und Gehaltszuwächse nach ersten Daten noch höher ausfallen und damit über dem Inflationsniveau liegen, was die reale Kaufkraft der privaten Haushalte stärken sollte. Tatsächlich haben die japanischen Unternehmen sehr solide Bilanzen vorgelegt, so dass sie höhere Lohnkosten verkraften können, ohne ihre Investitionen zurückfahren zu müssen. Sie sind kaum verschuldet und dank des schwachen Yen sehr wettbewerbsfähig, ihr Gewinnwachstum ist hoch, und ihre Gewinnmargen liegen auf Rekordniveau. Zudem profitieren sowohl Haushalte als auch Unternehmen von der nach wie vor höchst expansiven Geldpolitik, auch wenn die Bank of Japan ihre Negativzinspolitik nun beendet und die Kontrolle der Zinskurve aufgegeben hat. Die Währungshüter zeigen sich sehr zurückhaltend betreffend weiterer Zinserhöhungen und lassen keinerlei Absicht erkennen, das Kaufprogramm von Staatsanleihen zurückfahren zu wollen – und das, obwohl sie in ihren Bilanzen bereits über 50 % aller öffentlichen Anleihen besitzen.

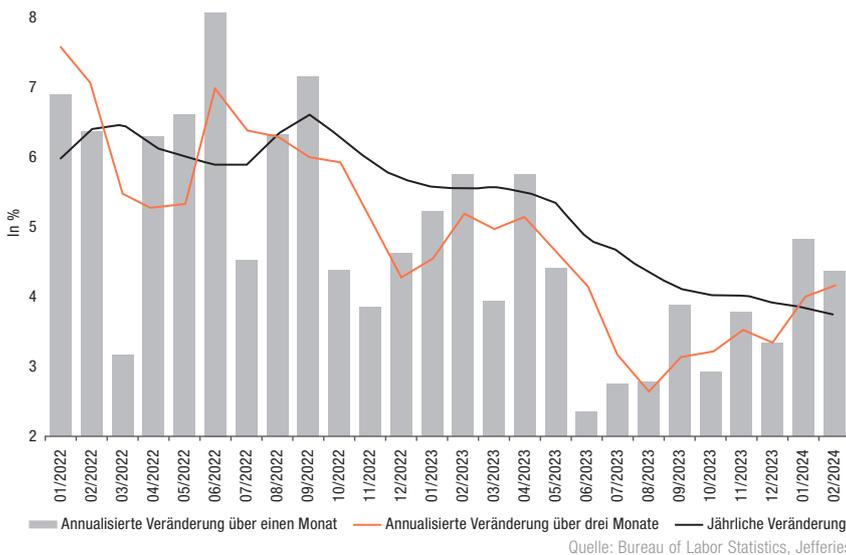
ÖLPREIS



Quelle: Bloomberg

Nachdem die Inflation seit ihren Höchstständen 2022 gefallen ist, könnte ein weiterer Rückgang schwieriger werden. Der aktuelle Abwärtstrend könnte nämlich durch den steigenden Ölpreis gestoppt werden, da das Risiko eines Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage wächst. Einerseits könnte die Nachfrage steigen, wenn die chinesische Konjunktur Fahrt aufnimmt und die weltweite Industrieproduktion anzieht (worauf die jüngsten Indizes für das verarbeitende Gewerbe in manchen Ländern hindeuten). Gleichzeitig könnte eine Zunahme des Angebots verhindert werden, weil die OPEC+-Staaten eine Verlängerung ihrer Verknappungsstrategie bis Mitte 2024 vereinbart haben und weil Zweifel bestehen, ob die Förderung von Fracking-Öl in den USA ausgeweitet werden kann – und das zu einem Zeitpunkt, an dem die strategischen Ölreserven der USA ohnehin schon niedrig sind. Hinzu kommen geopolitische Unsicherheitsfaktoren wie die Gefahr der Ausweitung des Nahostkonflikts oder mögliche Versuche Wladimir Putins, den Ölpreis im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen in die Höhe zu treiben, um einen Sieg Donald Trumps zu begünstigen. Aufgrund der mittlerweile ungünstigen Vergleichsbasis würde sich jeder Anstieg des Ölpreises sofort in einer Zunahme der Inflation niederschlagen.

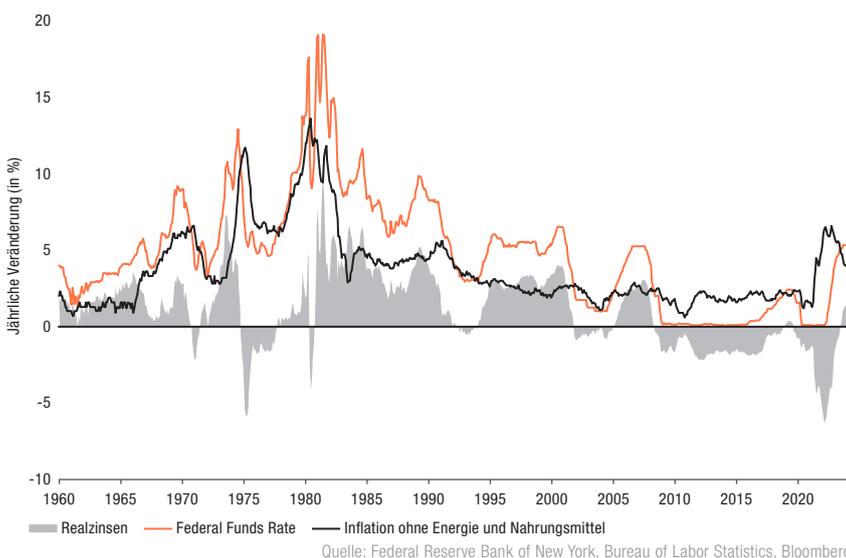
KERNINFLATION (OHNE ENERGIE UND NAHRUNGSMITTEL)



Quelle: Bureau of Labor Statistics, Jefferies

Auch ohne einen Anstieg des Ölpreises ist die sich hartnäckig haltende Inflation im Dienstleistungssektor ein großes Hindernis auf dem Weg zur Zwei-Prozent-Marke. Auf sehr kurze Sicht haben sich die US-Inflationsstatistiken nämlich bereits verschlechtert. Alle Preisindikatoren über einen und drei Monate sind annualisiert gestiegen; damit kehrt sich der Trend um, der bis Dezember 2023 vorgeherrscht hatte. Auch im gleitenden Jahresvergleich verharrt die Inflation bei Waren und Dienstleistungen ohne Energie und Nahrungsmitteln – je nach verwendetem Indikator – zwischen 3 % und 4 %. Solange sich die US-Wirtschaft widerstandsfähig zeigt und nicht schrumpft, und solange der Arbeitsmarkt robust bleibt, wird die Inflation kaum die Zwei-Prozent-Marke erreichen. Je länger der Konjunkturzyklus dauert, desto wahrscheinlicher wird es außerdem, dass die Wareninflation, die derzeit quasi bei null liegt, erneut anzieht, und sei es nur aufgrund der niedrigen Vergleichsbasis. Zusammengefasst: Solange es der Konjunktur – entgegen den in der Vergangenheit vorherrschenden ökonomischen Gesetzmäßigkeiten – gelingt, sich trotz der deutlichen Zinserhöhungen einer Rezession zu entziehen, ist ein weiterer Rückgang der Inflation alles andere als sicher.

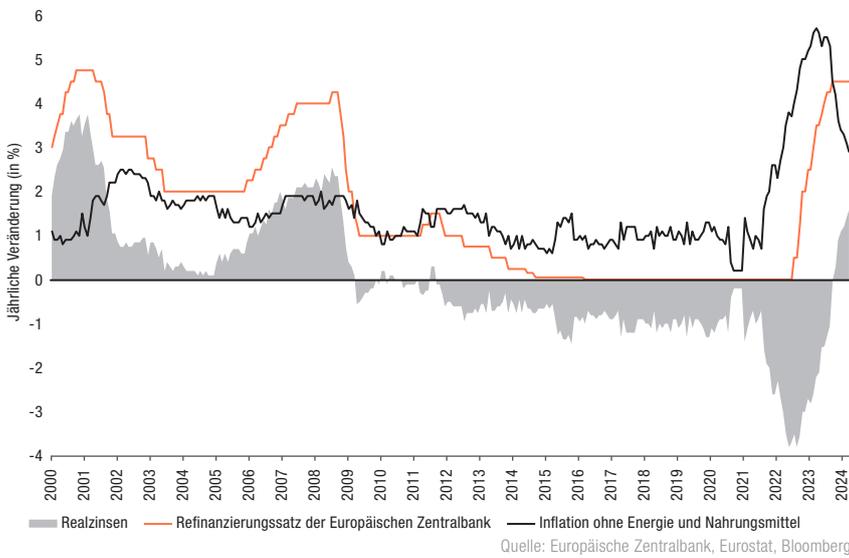
GELD- UND ZINSPOLITIK IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

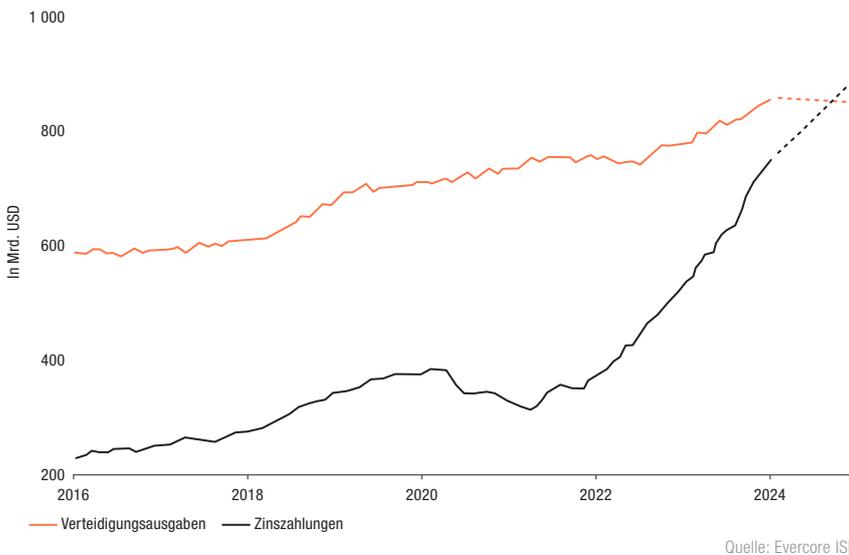
Seit Juli 2023 hat die US-Notenbank die Zinsen nicht mehr verändert; der Zielkorridor für die Federal Funds Rate liegt unverändert bei 5,25 % bis 5,50 %. Da sich die US-Wirtschaft einerseits weiter robust präsentiert und andererseits die Inflation weiter rückläufig ist, hat sich die Zentralbank bislang für eine Beibehaltung des Status quo entschieden. Gleichzeitig bereitet Fed-Chef Jerome Powell den Markt jedoch auf eine schrittweise Lockerung der Geldpolitik vor. Diese soll eingeleitet werden, wenn er sich hinreichend sicher ist, dass die Inflation nachhaltig auf das Ziel von 2 % zurückkehrt. Die durchwachsenen Inflationsstatistiken des ersten Quartals haben Powell nicht davon abgehalten, an seinem Kurs festzuhalten; nach seiner Einschätzung wird sich der Abwärtstrend der Inflation, der seit dem zweiten Halbjahr 2022 besteht, weiter fortsetzen, auch wenn die letzte Etappe bis zum Erreichen der Marke von 2 % mühsamer werden könnte. Derzeit rechnet der Markt für das laufende Jahr mit drei Zinssenkungen (was auch den offiziellen Prognosen der Fed entspricht), von denen die erste in der Juni-Sitzung erwartet wird. Die US-Präsidentschaftswahlen im November sprechen ebenfalls für einen ersten Zinsschritt im Juni, um für die Sommermonate ein stabiles wirtschaftliches Umfeld zu schaffen, das weder den Amtsinhaber noch seinen Herausforderer begünstigen sollte.

GELD- UND ZINSPOLITIK IN DER EUROZONE



Die Europäische Zentralbank hat ihre Zinsen seit September 2023 nicht mehr verändert. Seither liegt der Refinanzierungssatz bei 4,5 %, der Einlagenzins bei 4 %. Die europäischen Währungshüter befinden sich in einer schwierigeren Situation als ihre US-amerikanischen Amtsinhaber. Einerseits wären Zinssenkungen aufgrund der schwachen Wirtschaft im Allgemeinen und der schwachen Baubranche im Besonderen zur Ankurbelung der Konjunktur zu rechtfertigen. Andererseits sprechen die Kerninflationsrate von rund 3 % und Lohnabschlüsse von 4 % bis 5 % gegen eine verfrühte Lockerung der Zinspolitik, weil diese einen Anstieg des Preisniveaus verursachen könnte. Hinzu kommt, dass die EZB, anders als die Federal Reserve, nicht das Mandat hat, Vollbeschäftigung zu sichern, sondern nur die Preisstabilität zu gewährleisten. In diesem Dilemma wird die EZB Fingerspitzengefühl zeigen müssen. EZB-Chefin Christine Lagarde peilt eine erste Zinssenkung im Juni an, in der Hoffnung, dass die Inflation bis dahin weiter sinkt. Sollte es tatsächlich zu einer Zinssenkung im Juni kommen, wäre dies eines der wenigen Male, dass die Zinswende in Europa früher vollzogen wird als in den USA. Dies könnte sich negativ auf den Euro auswirken und die importierte Inflation erhöhen.

ÖFFENTLICHE AUSGABEN IN DEN USA



Auch wenn es der US-Wirtschaft, dem Motor des globalen Wachstums, noch gelingen sollte, einer Rezession zu entgehen, verheißen die meisten BIP-Komponenten wenig Wachstumspotenzial für den weiteren Jahresverlauf. Da die Arbeitslosigkeit bereits auf einem Tiefstand liegt, ist das Potenzial für eine Verbesserung des Arbeitsmarkts quasi nicht vorhanden. Und weil die Unternehmensgewinne seit zwei Jahren stagnieren, scheint auch ein größerer Anstieg der Unternehmensinvestitionen eher unwahrscheinlich. Aus demselben Grund werden die Unternehmen kaum bereit sein, die Löhne weiter zu erhöhen, wodurch die Inflation und folglich die Zinsen steigen würden. Auf längere Sicht wären Produktivitätssteigerungen denkbar. Dies würde allerdings eine längere Phase höherer Investitionen erfordern und ist – nach einem Jahrzehnt umfangreicher Aktienrückkäufe – kurzfristig eher unwahrscheinlich. Bleiben also die öffentlichen Ausgaben. Diese scheinen mittlerweile tatsächlich die Patentlösung zur Konjunkturbelebung, sind leicht umzusetzen, und ihre Finanzierung wird von der Fed unterstützt. Der Zinsanstieg hat die Kosten der Schuldenlast jedoch bereits in die Höhe getrieben. Im Jahresverlauf werden die Zinszahlungen wahrscheinlich sogar das Niveau der gesamten Verteidigungsausgaben übersteigen. Anders gesagt: Eine Verlängerung des aktuellen Wachstumszyklus scheint nur denkbar um den Preis einer weiteren Verschlechterung der – ohnehin schon desolaten – öffentlichen Finanzen.



Finanzmärkte

SENKUNG DES LEITZINSES DER FEDERAL RESERVE, DIE VON DEN MÄRKTEN FÜR 2024 ERWARTET WIRD



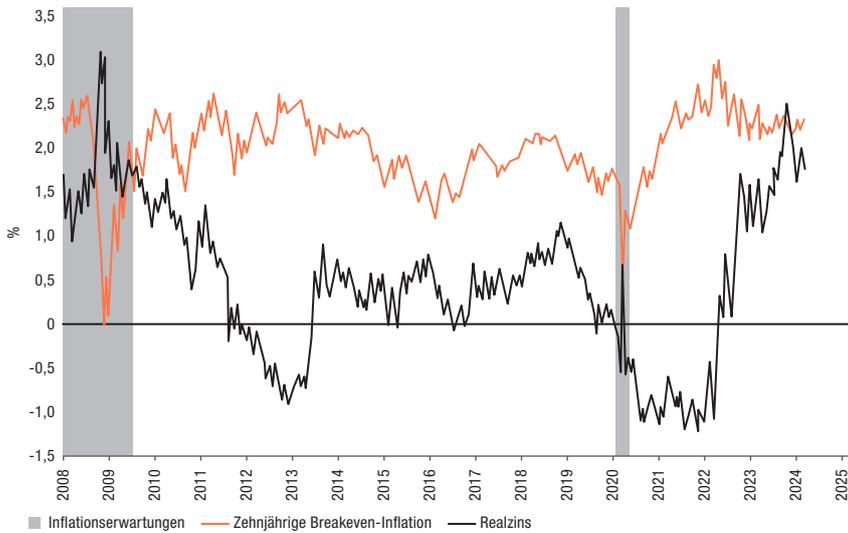
Die Aktienmärkte setzten im ersten Quartal ihren Aufwärtstrend fort, der von Wachstumswerten angetrieben wurde. So stieg der Weltindex in USD um 8,9 % und in EUR um 11,3 %. Die Tatsache, dass die Anleger ihre Erwartungen an eine Lockerung der Geldpolitik der US-Notenbank zurückschrauben mussten, tat ihrer Begeisterung für Aktien keinen Abbruch. Die Anleger sind der Ansicht, dass ein Umfeld, in dem die Zinsen aufgrund eines robusteren Wirtschaftswachstums höher bleiben als erwartet, letztlich positiv für Aktien ist. Hinzu kommt, dass der Präsident der US-Notenbank weiterhin eine entgegenkommende Rhetorik an den Tag legt und eine erste Senkung der Leitzinsen für Mitte des Jahres in Aussicht stellt. In Landeswährung verzeichnete der japanische Markt die beste Performance, doch dank der anhaltenden Kurssteigerungen der 'Magnificent 6' schnitt der US-Markt besser ab als der europäische Markt. In Bezug auf die Sektoren wurden Immobilien, Grundstoffe und Versorger vernachlässigt, während der globale Halbleiterindex um mehr als 35 % stieg.

RENDITE DER ZEHNJÄHRIGEN US-STAATSANLEIHE



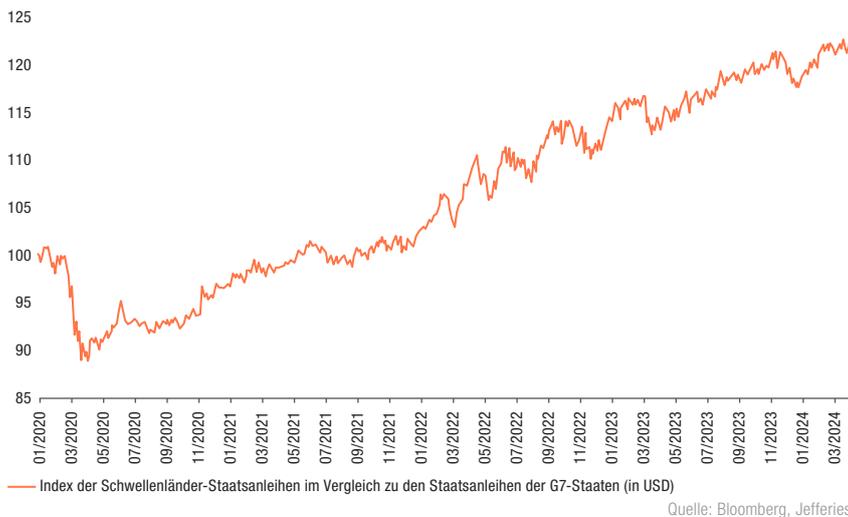
Das erste Quartal war für die Anleihemärkte weniger günstig. Stärkere Wachstumswerte und etwas ungünstigere Inflationszahlen reduzierten die Erwartungen der Anleger in Bezug auf eine Lockerung der Geldpolitik der Zentralbanken und führten im ersten Quartal zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen. Nachdem die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in den vergangenen beiden Monaten des vergangenen Jahres auf 3,9 % gesunken war, stieg sie Anfang April wieder auf 4,4 %. Die Möglichkeit, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abrutschen könnte, scheint heute von den Märkten endgültig ausgeschlossen worden zu sein. Hinter den positiven Zahlen, auf die sich die Anleger konzentrieren, verbirgt sich jedoch eine Verschlechterung der Wirtschaftsaktivität, die angesichts des starken Anstiegs der Zinssätze in den vergangenen zwei Jahren logisch erscheint. Sollte diese Verschlechterung sichtbarer werden, würden Staatsanleihen mit langer Laufzeit ihre Rolle als sicherer Hafen wieder einnehmen. In einer Rezession senkt die US-Notenbank ihren Leitzins traditionell um 300 bis 400 Basispunkte. Wäre dies erneut der Fall, würde der Leitzins auf unter 2 % und die Rendite langlaufender Staatsanleihen auf unter 3 % fallen.

USA: ZEHNJÄHRIGER REALZINS UND INFLATIONSERWARTUNGEN



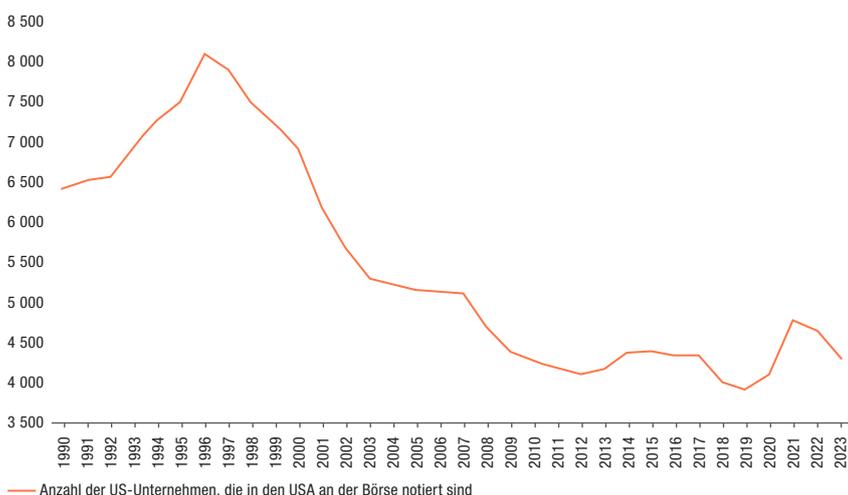
Auf längere Sicht werden die Zentralbanken jedoch vor der Wahl stehen, entweder die Inflation dauerhaft zu bekämpfen oder den Regierungen die Möglichkeit zu geben, sich günstig zu finanzieren und die Kosten für den Schuldendienst zu begrenzen. Die Bevölkerungsalterung und ehrgeizige öffentliche Programme (Sozialausgaben, Energiewende, Wiederbewaffnung usw.) werden dazu führen, dass die öffentlichen Ausgaben weiterhin stärker steigen als die Steuereinnahmen. Die Haushaltsdefizite werden daher weiter wachsen, während die Staatsverschuldung bereits hoch ist. Gleichzeitig sind einige dieser Programme sehr ressourcenintensiv, sowohl bei den Arbeitskräften als auch bei den Rohstoffen. Und das zu einer Zeit, in der die Weltwirtschaft zwischen Bevölkerungsalterung und Unterinvestitionen in Bergbauprojekte in ein Zeitalter der Ressourcenknappheit einzutreten scheint. Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wird normalerweise zu einem Preisanstieg für diese Ressourcen und damit zu einer Inflation führen. Die Kombination aus höherer Inflation und der Notwendigkeit, die Zinssätze auf einem relativ niedrigen Niveau zu halten, wird zu einem Rückgang der Realzinsen führen, von dem inflationsindizierte Anleihen profitieren werden.

INDEX DER SCHWELLENLÄNDER-STAAFSANLEIHEN IM VERGLEICH ZU DEN STAATSANLEIHEN DER G7-STAAEN (IN USD)



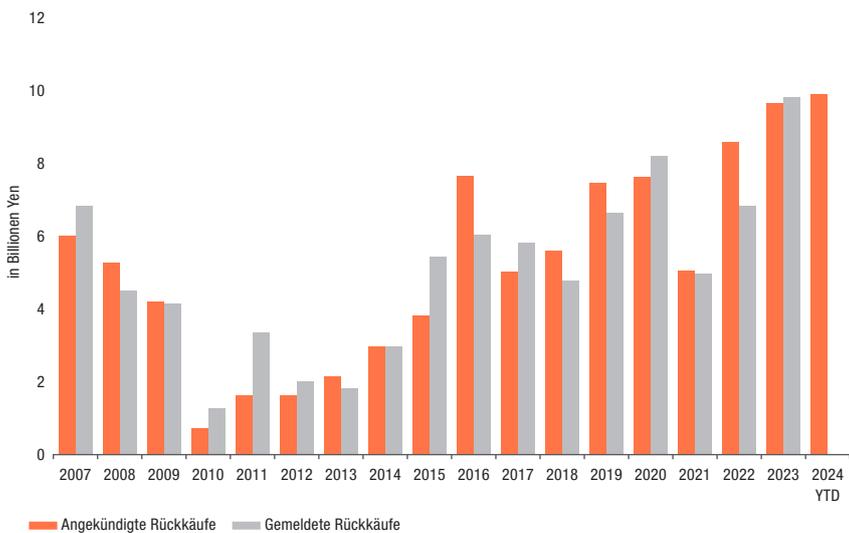
Der historische Zinsanstieg der Zentralbanken seit 2022 hat bestimmte Segmente innerhalb der Anleihenmärkte wieder attraktiver gemacht. Die Kreditwürdigkeit von High-Yield-Emittenten beruht nun wieder auf ihrer grundlegenden Qualität und nicht mehr auf der Liquiditätsspritze der Zentralbanken. Da das geopolitische und wirtschaftliche Umfeld deutlich unsicherer geworden ist, kann ein Ansatz, der auf den spezifischen Eigenschaften von Emittenten basiert, von kurzfristigen makroökonomischen Prognosen losgelöst werden. Die Glaubwürdigkeit der staatlichen Emittenten aus den Schwellenländern wurde durch ihre Fähigkeit gestärkt, auf die verschiedenen Krisen der vergangenen Jahre zu reagieren. In diesem Zusammenhang ist die starke Outperformance der Schwellenländer-Anleihenmärkte gegenüber den Industrieländern in US-Dollar seit der Pandemie von 2020 zu erwähnen, und das trotz der Aufwertung des Greenback. Diese Outperformance ist auf eine deutlich orthodoxere Geld- und Fiskalpolitik zurückzuführen.

ANZAHL DER US-UNTERNEHMEN, DIE IN DEN USA AN DER BÖRSE NOTIERT SIND



Ungeachtet der Möglichkeit einer mehr oder weniger starken Korrektur spricht das wirtschaftliche Umfeld weiterhin für Sachwerte im Vergleich zu Geldwerten und damit für Aktien im Vergleich zu Anleihen und insbesondere für Qualitätsaktien im Vergleich zu Staatsanleihen. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite werden dazu führen, dass das Angebot an Staatsanleihen stetig zunimmt, und es wird ein Zeitpunkt kommen, an dem die Nachfrage ausbleibt und man entweder den regulatorischen Rahmen nutzen muss, um bestimmte Anleger zum Kauf dieser Anleihen zu zwingen, oder die Zentralbanken dazu auffordern muss, dies zu tun. Das Angebot an Qualitätsaktien wird hingegen durch Übernahmen und Rückkäufe von Wertpapieren regelmäßig kleiner. Qualitätsunternehmen sind zudem besser in der Lage, sich an Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds anzupassen. Außerdem zahlen sie in der Regel attraktive und steigende Dividenden, im Gegensatz zu den fixen Kupons von Anleihen. Sie bieten daher einen besseren Schutz vor Inflation.

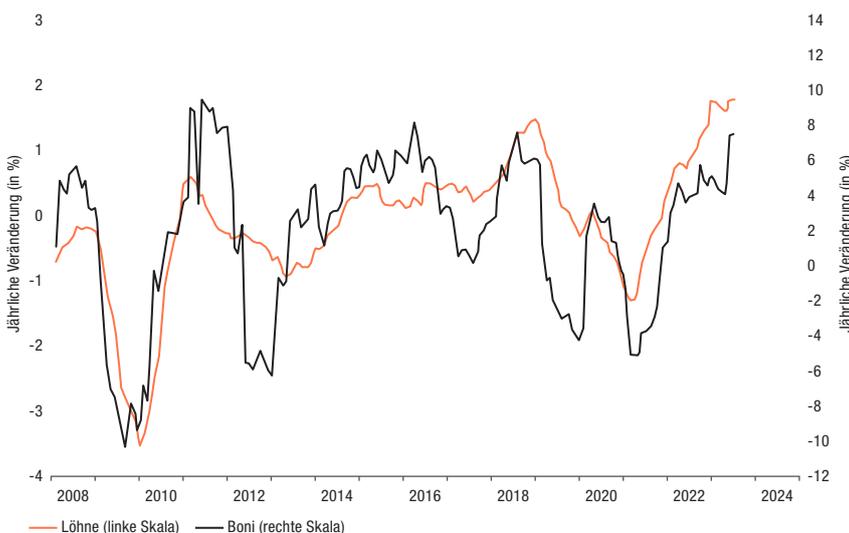
AKTIENRÜCKKÄUFE JAPANISCHER UNTERNEHMEN



Quelle: Factset, Bloomberg, Jefferies

Unter den wichtigsten Aktienmärkten verzeichnete der japanische Markt im ersten Quartal erneut die beste Performance. Wir haben wiederholt auf die Argumente hingewiesen, die für diesen Markt sprechen. Das Hauptargument ist die Verbesserung der Unternehmensführung. Jahrzehntlang haben japanische Unternehmen eine hohe operative Effizienz an den Tag gelegt, aber ihre Kapitalallokation vernachlässigt, da ihre Priorität darin bestand, Marktanteile zu gewinnen. Ihre Gewinnspannen und ihre Rentabilität auf das eingesetzte Kapital waren daher deutlich niedriger als in anderen Regionen, allen voran in den USA, wo das Prinzip des Shareholder Value über allem steht. All dies begann sich vor über zehn Jahren mit dem Abenomics-Programm zu ändern, das vom damaligen Premierminister Shinzo Abe ins Leben gerufen wurde. Heute beschleunigen sich die Dinge, da viele aktivistische Aktionäre hinzugekommen sind. Das Potenzial zur Verbesserung der Rentabilität ist nach wie vor groß und macht Japan zu einem der interessantesten Märkte in den kommenden Jahren.

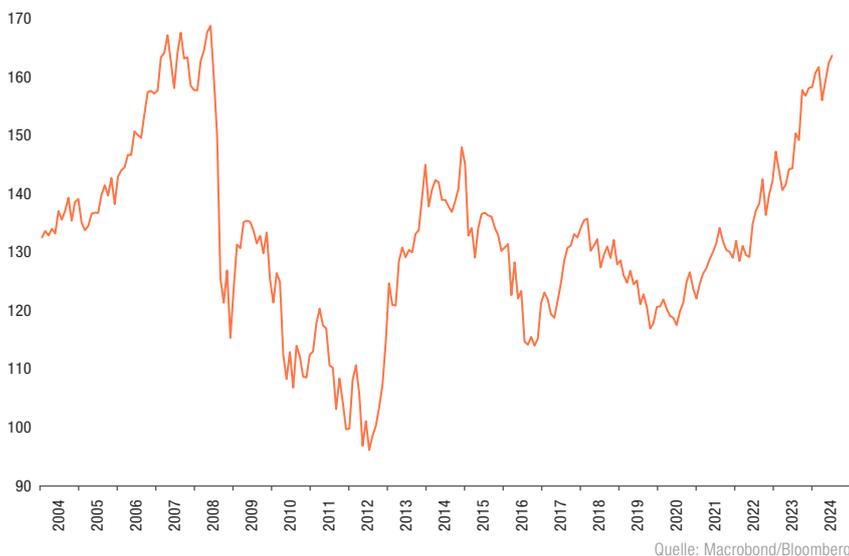
JÄHRLICHE VERÄNDERUNG DER LÖHNE UND BONI IN JAPAN



Quelle: BCA Research

Ein weiterer Faktor, der für den japanischen Markt spricht, ist die Verbesserung des wirtschaftlichen Umfelds. Viele Jahre lang hatte die Wirtschaft des Landes mit deflationärem Druck zu kämpfen. Zwar war das reale Wachstum in Japan relativ ähnlich wie in den meisten anderen westlichen Ländern, doch das nominale Wachstum war viel geringer, was die Umsätze der japanischen Unternehmen beeinträchtigte. Heute scheint das Land die Deflation hinter sich gelassen und einen positiven Kreislauf aus Lohnwachstum, produktiven Investitionen, Kaufkraftsteigerung und Produktivitätsgewinnen in Gang gesetzt zu haben. Es spricht also derzeit vieles für den japanischen Markt, doch die Aktiengewichtung der lokalen institutionellen Anleger ist nach wie vor gering. Auf der Negativseite würde eine deutliche Verschlechterung der Weltkonjunktur den japanischen Markt stark belasten.

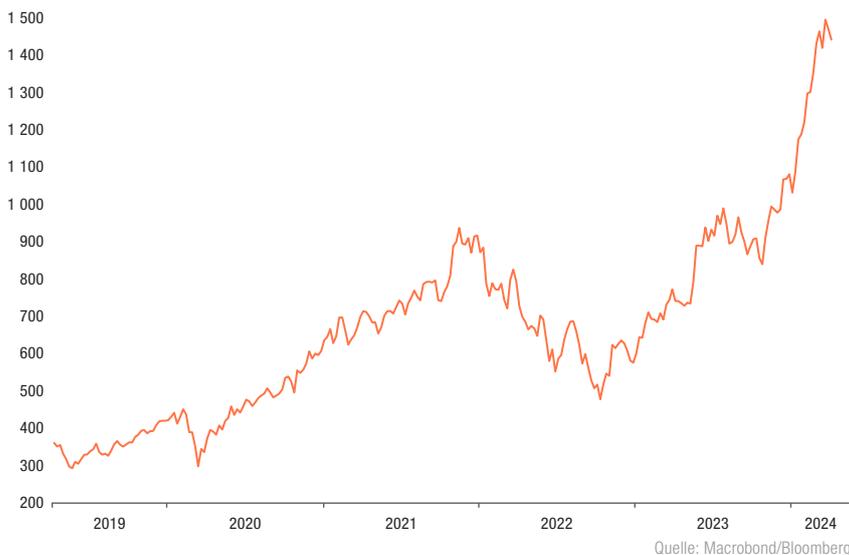
WECHSELKURS EUR/JPY



Quelle: Macrobond/Bloomberg

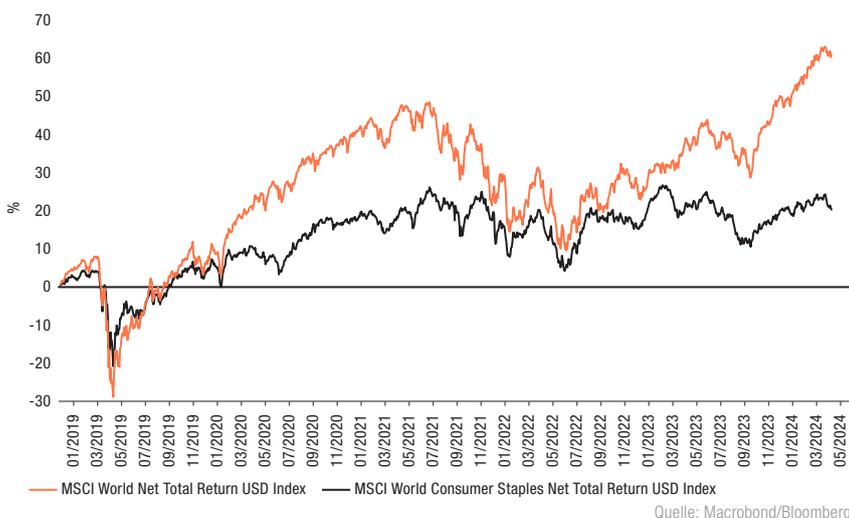
Wie schon in den vergangenen beiden Jahren wurde auch diesmal ein Teil der guten Performance japanischer Aktien durch die Abwertung des Yen zerstört. Seit Jahresbeginn ist die japanische Währung gegenüber dem Euro um 5 % gefallen. Dieser Rückgang erfolgte trotz der leichten Straffung der Geldpolitik durch die Bank of Japan, die ihre Politik der Negativzinsen im März beendete. Die Abwertung des Yen dürfte jedoch bald zu Ende gehen und die japanische Währung mittelfristig wieder an Wert gewinnen. Das Zinsgefälle wird sich gegenüber dem US-Dollar und dem Euro verringern, da die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik lockern und die Geldpolitik in Japan (zaghaf) gestrafft wird. Da die Zinssätze in Japan niedriger bleiben werden als im Westen, wird diese Differenz für den Yen weiterhin ungünstig sein. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Zinstrend wichtiger sein wird als das absolute Zinsniveau. Dies gilt umso mehr, als der Yen derzeit stark unterbewertet ist und Japan der größte Gläubiger der Welt bleibt. Das Potenzial für Kapitalrückführungen ist daher groß, zumal bereits ein geringer Zinsanstieg ausreichen würde, um inländischen institutionellen Anlegern die Möglichkeit zu geben, Aktiva und Passiva in Einklang zu bringen.

ENTWICKLUNG DES WELT-HALBLEITERINDEX



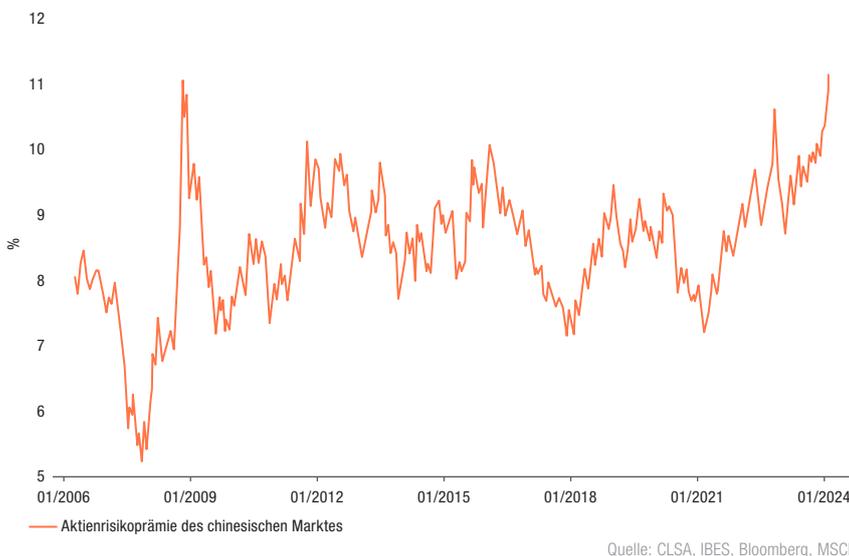
Momentum-Strategien dominieren weiterhin die Aktienmärkte, da die Anleger die Aktien und Sektoren kaufen, die am stärksten gestiegen sind, allen voran die Technologie- und Halbleiterbranche. Man sollte meinen, dass die Märkte aufgrund der steigenden Zinssätze in den vergangenen beiden Jahren den Aktienbewertungen wieder mehr Bedeutung beimessen würden, aber das ist bislang nicht der Fall. Natürlich wird ein Sektor wie der Technologiesektor weiterhin von günstigen säkularen Trends wie Digitalisierung, Künstliche Intelligenz oder Cloud-Computing profitieren und so die Fantasie der Anleger beflügeln. Dies rechtfertigt jedoch nicht, jeden Preis zu zahlen, zumal sich der Sektor durch schnelle Veränderungen auszeichnet, was zukünftige Prognosen schwierig macht.

ENTWICKLUNG DES BASISKONSUMGÜTERSEKTORS UND DES WELTINDEX ÜBER FÜNF JAHRE



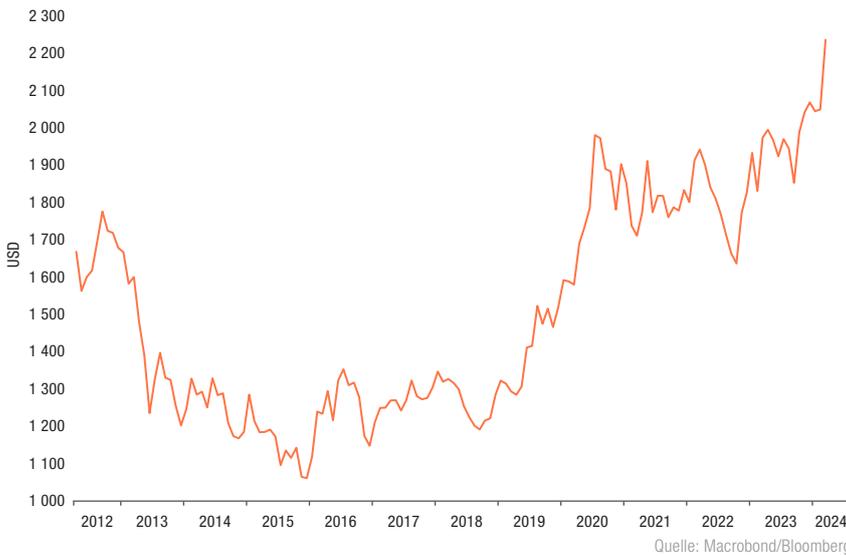
Das andere Extrem sind Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsumgüter, die vernachlässigt werden. Zu den fünf Aktien des europäischen Stoxx 600-Index, die im ersten Quartal die schlechteste Performance aufwiesen, gehörten Roche, Nestlé und Reckitt Benckiser. Da der Marktkonsens mittlerweile von einer weichen Landung oder sogar einer Wiederbeschleunigung der US-Wirtschaft ausgeht, sehen die Anleger keinen Grund, diese Sektoren zu halten, welche traditionell als defensiv gelten, da sie in Zeiten wirtschaftlicher Rezession stabil und widerstandsfähig sind. Trotz ihrer Outperformance im Bärenmarkt von 2022 haben sie daher den Weltindex in den vergangenen drei Jahren deutlich unterboten und weisen heute attraktive Bewertungsniveaus auf. Die Fähigkeit der Unternehmen in diesen Sektoren, ihre Gewinnmargen zu schützen und wiederkehrende und steigende Dividenden zu zahlen, ist ein weiterer Faktor, der für sie spricht, auch wenn der Dividendenaspekt im aktuellen Marktumfeld, in dem Momentum-basierte Strategien überwiegen, eindeutig keine Rolle spielt.

AKTIENRISIKOPRÄMIE DES CHINESISCHEN MARKTES



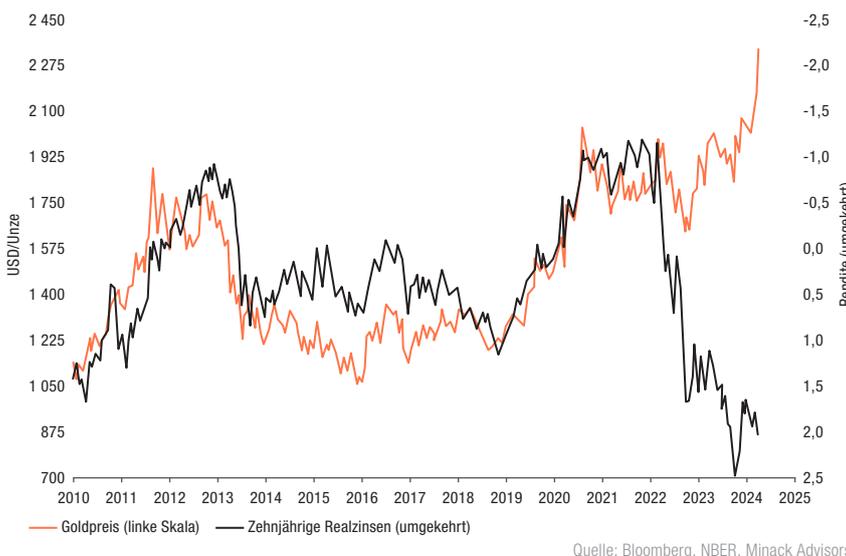
In Bezug auf die Regionen hinken die Märkte in China und Hongkong weiterhin hinterher. Die enttäuschende Wirtschaftsaktivität in China und die geopolitischen Spannungen belasten diese Märkte weiterhin. Einige Anleger wollen nicht mehr in chinesische Vermögenswerte investieren, da sie der Meinung sind, dass sich die Spielregeln aufgrund der Entscheidungen der Kommunistischen Partei jederzeit ändern können und die Behandlung von Minderheitsaktionären unberechenbar ist. Es ist klar, dass der chinesische Markt nicht der US-amerikanische Markt ist und dass die Ziele der Partei Vorrang vor denen der Aktionäre haben. Dies bedeutet jedoch nicht, dass diese Ziele notwendigerweise unvereinbar sind. Im Gegenteil: Die politischen Behörden brauchen einen dynamischen Privatsektor, um ihre Wachstumsziele zu erreichen. Im Hinblick auf geopolitische Spannungen ist zudem wichtig zu beachten, dass China im Gegensatz zu Russland stark in die Weltwirtschaft integriert ist und viele Produkte herstellt, die der Westen benötigt. In der Zwischenzeit bieten chinesische Aktien eine höhere Risikoprämie als während der Finanzkrise, was für ihre attraktive Bewertung spricht.

GOLDPREIS



Der Goldpreis steigt weiter und nähert sich Anfang April der Marke von 2.400 US-Dollar. Der Anstieg des gelben Metalls ist heute eher auf geopolitische als auf finanzielle Überlegungen zurückzuführen. Die Fragmentierung der Weltwirtschaft und der Aufbau einer Alternative zum derzeitigen, auf dem US-Dollar basierenden Finanzsystem durch China und seine Verbündeten begünstigen den Goldpreis. Die offiziellen Käufe dieser Länder sind nicht preissensibel und Teil einer Strategie, ihre Handelsüberschüsse über andere Kanäle als US-Treasuries zu recyceln, die ihren Glanz als sichere und neutrale Anlagen verloren haben. Ihre Maßnahmen zur Verringerung ihrer Abhängigkeit vom US-Dollar befinden sich noch in einem frühen Stadium. In seiner Eigenschaft als Währung profitiert das gelbe Metall, dessen Angebot begrenzt ist, zudem davon, dass es kein Gegenparteiisiko birgt und das Misstrauen gegenüber Papierwährungen gestiegen ist. Und ungeachtet seines jüngsten Anstiegs liegt der Goldpreis real immer noch weit unter den Höchstständen von 2011 und 1980.

GOLDPREIS UND REALZINSEN



Eine mögliche Rückkehr der finanziellen Nachfrage würde den Anstieg des Goldpreises verlängern oder verstärken. Wie oben erwähnt, waren es vor allem die Käufe der Zentralbanken, die es dem gelben Metall ermöglichten, seine historische Korrelation mit den Realzinsen (inflationbereinigte Zinssätze) zu überwinden. Da Gold keine Zinsen zahlt, wirkt sich ein Anstieg der Realzinsen in der Regel negativ auf seinen Preis aus. Und zwischen steigenden Zinssätzen und sinkender Inflation sind die Realzinsen seit 2022 stark gestiegen. Dies hat sich dann in der Tat auch negativ auf die Finanznachfrage ausgewirkt, wie die Abflüsse aus börsengehandelten Goldminenfonds (ETCs) zeigen. Dieser Rückgang der Finanznachfrage erklärt übrigens auch, warum sich Goldunternehmen deutlich schlechter als Gold entwickelt haben. Die Zentralbanken kaufen das Metall und nicht die Wertpapiere der Goldunternehmen. Zwischen der Bereitschaft der Zentralbanken, ihre Geldpolitik zu lockern, und einem strukturell inflationärerem Umfeld dürften die Realzinsen mittelfristig wieder sinken und die Finanznachfrage zurückkehren.

KURSENTWICKLUNG VON FRANCO NEVADA SEIT DEM BÖRSENGANG



Gold Royalty Companies bieten ein Engagement in Gold ohne die operativen Risiken, die mit herkömmlichen Produzenten verbunden sind. Sie erhalten in der Regel einen Anteil an dem Gold, das bei einem Bergbaubetrieb produziert wird, im Austausch für eine Anschubfinanzierung. Ihr Einkommensstrom kann daher als relativ stabil angesehen werden, da er an die Produktion einer Mine und nicht an deren Rentabilität gekoppelt ist. Darüber hinaus erhalten die Royalty-Unternehmen ihre Einnahmen aus einer Vielzahl von Projekten, wodurch sie weniger dem geopolitischen Risiko ausgesetzt sind. Die Geschichte zeigt, dass die Performance dieser Unternehmen auf lange Sicht deutlich besser ist als die von Gold, im Gegensatz zu derjenigen von klassischen Produzenten. Dies war jedoch 2023 nicht der Fall, da der Anstieg des Goldpreises hauptsächlich auf die Käufe der Zentralbanken (die das Metall und nicht die Goldunternehmen kaufen) zurückzuführen war, während die Finanznachfrage aufgrund der steigenden Realzinsen rückläufig war. Hinzu kam, dass mit Franco Nevada das größte dieser Unternehmen unter einem einmaligen Problem in Panama litt.

Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Aktienmärkte seit Ende Oktober vergangenen Jahres einen beeindruckenden Aufschwung erlebt haben. Diese Erholung ist vor allem auf einen Anstieg der Bewertungen zurückzuführen, und weniger auf eine Erhöhung der Unternehmensgewinne. So haben viele Märkte einen neuen Höchststand erreicht, während die für 2024 geschätzten Gewinne immer noch unter dem Niveau von 2021 liegen. Eine Ausnahme bildet der US-Markt, allerdings nur dank der „Magnificent 6“.

Der Aufstieg des Indexmanagements hat die Dynamik an den Märkten eindeutig verändert. Passives Anlegen ist in hohem Maße ein auf dem Momentum basierendes Anlegen, bei dem die Anleger die Wertpapiere kaufen, die am stärksten gestiegen sind, in der Annahme, dass sie weiter steigen werden. Die Finanzgeschichte zeigt, dass wenn ein solcher Ansatz lange Zeit gegenüber einem auf Fundamentaldaten basierenden Ansatz überwiegt, die Märkte dazu neigen, später erhebliche Korrekturen zu verzeichnen.

Das Risiko einer Korrektur ist umso höher, da die Diskrepanz zwischen der Realität und dem, was in den Kursen eingepreist ist, größer geworden ist. Der Anstieg der Märkte scheint auf einem Rückgang der Inflation, einem besseren globalen Wirtschaftswachstum, einer Lockerung der Geldpolitik der Zentralbanken und einer Wachstumsbeschleunigung der Unternehmensgewinne zu beruhen. In Wirklichkeit sinkt die Inflation (zumindest derzeit) nicht mehr und zeigt sogar Anzeichen für einen erneuten Anstieg, die Weltkonjunktur bleibt schwach, die Erwartungen einer raschen Senkung des Leitzinses der Federal Reserve wurden enttäuscht, die langfristigen Zinssätze steigen wieder, und die Gewinnschätzungen werden für die meisten Märkte und Sektoren nach unten korrigiert.

Japan und Gold gehören weiterhin zu unseren stärksten Überzeugungen. Bei beiden Anlageklassen ist eine Korrektur jedoch nicht auszuschließen. Japan ist ein zyklischer Markt, und die Unternehmensergebnisse, die stark in den wichtigsten Indizes vertreten sind, hängen in hohem Maße von der Weltkonjunktur ab. Der Anstieg des gelben Metalls in den vergangenen Wochen könnte die Zentralbanken dazu veranlassen, ihre Käufe zu drosseln, und der erneute Anstieg der langfristigen Zinsen weiterhin die Finanznachfrage dämpfen.

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. **179** – 2. Quartal 2024

Perspectives

Redaktionsschluss:

15.04.2024

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