

Perspectives

Analyse der Finanzmärkte

Makroökonomisches Umfeld

3

- Nimmt man die Vergangenheit als Vergleichsmaßstab, so dürften die Zinserhöhungen letztendlich zu einer Rezession führen – auch wenn die Konjunktur bislang noch widerstandsfähig ist.
- Um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen, muss sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt deutlicher verschlechtern.
- Anstatt die Zinsen weiter zu erhöhen, deuten die Zentralbanken den Weg einer dauerhaft restriktiveren Geldpolitik an.

Finanzmärkte

9

- Die Indikatoren, die traditionell den Beginn eines neuen Bullenmarktes kennzeichneten, fehlen im Anstieg der Indizes dieses Jahr.
- Defensive Qualitätswerte haben unter dem Anstieg der langfristigen Zinssätze seit April gelitten und sind jetzt attraktiv.
- Die traditionelle Verbindung zwischen dem Goldpreis und den Realzinsen scheint gebrochen zu sein.

Besuchen Sie unsere Website

www.bli.lu

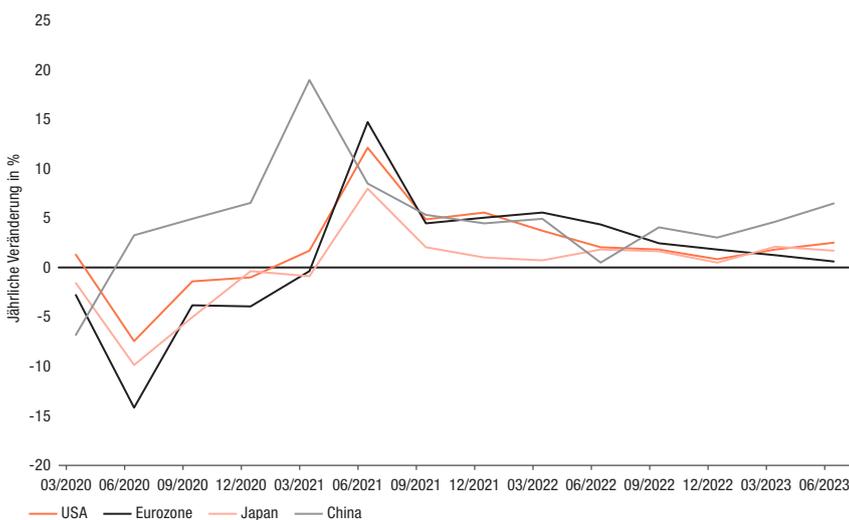
Eine Publikation von

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Makroökonomisches Umfeld

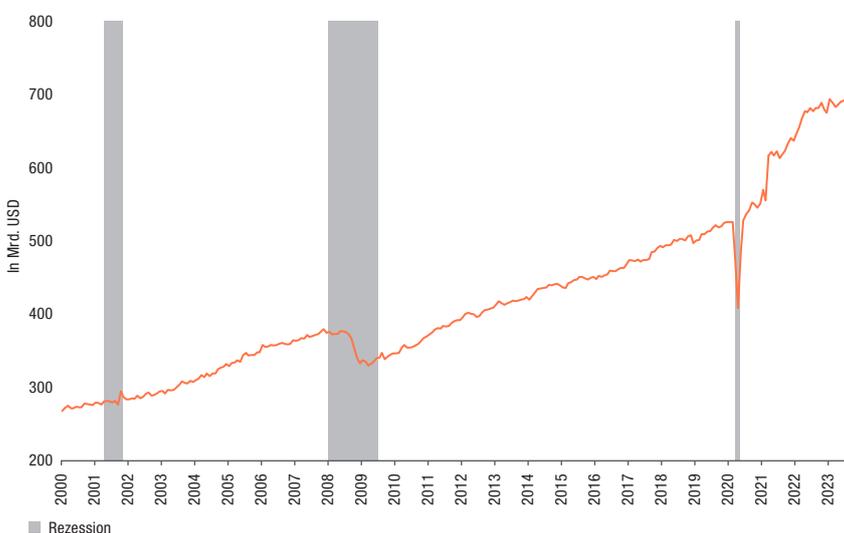
REALES BIP-WACHSTUM



Quelle: U. S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Economic and Social Research Institute Japan, Bloomberg

Auch wenn die Konjunktur weltweit weiter an Fahrt verliert, gibt es weiterhin Wachstumsmöglichkeiten, die das Abgleiten in eine Rezession bislang verhindern. Vor allem die Dienstleistungssektoren präsentieren sich insgesamt robust. Nach der langen Phase eingeschränkter Freizeitangebote kam es zu Nachholeffekten, die auch in den Sommermonaten fortbestanden. Die robusteste Region sind die USA, wo der private Konsum trotz der gestiegenen Lebenshaltungskosten und des starken Zinsanstiegs kräftig bleibt. Die Konjunktur in der Eurozone hingegen leidet unter der größeren Abhängigkeit von der Fertigungsbranche und den gestiegenen Energiekosten; sie steht zum Ende des dritten Quartals am Rande einer Rezession. In China lag das BIP-Wachstum im zweiten Quartal bei über 6 %. Dies ist auf die äußerst niedrige Vergleichsbasis des Vorjahres zurückzuführen, als die Wirtschaft durch den Lockdown quasi zum Stillstand gekommen war. Geopolitische Spannungen und nur moderate staatliche Konjunkturmaßnahmen schafften ein Klima der allgemeinen Unsicherheit, was einem stärkeren Wachstum der chinesischen Wirtschaft offenbar entgegensteht. In Japan entwickelt sich die Konjunktur recht günstig, was den höchsten Lohn- und Gehaltssteigerungen seit drei Jahrzehnten und dem schwachen Yen zu verdanken ist.

EINZELHANDELSUMSÄTZE IN DEN USA



Quelle: U.S. Census Bureau, Bloomberg

In den USA bleibt der private Konsum der wichtigste Motor für die Wirtschaft. Die Ausgaben der privaten Haushalte stiegen im Juli so stark, dass für das dritte Quartal mit einem positiven BIP-Wachstum gerechnet wird. Nicht zum ersten Mal überraschen die amerikanischen Verbraucher durch ihre unerschütterliche Konsumbereitschaft und trotz den gestiegenen Lebenshaltungskosten sowie erschwerten Finanzierungsbedingungen. Der private Konsum leistet in den USA den größten Beitrag zur Wirtschaftsleistung. Seine Robustheit wird verstärkt durch das stetig wachsende Angebot an neuen Dienstleistungen, die oft nicht miteinander korrelieren und auch für kleinere Budgets erschwinglich sind. Neben dem privaten Konsum sind die öffentlichen Ausgaben zu einer dauerhaften Wachstumssäule geworden, auch wenn das hohe Haushaltsdefizit (8 % des BIP) eher auf rückläufige Staatseinnahmen als auf höhere Ausgaben zurückzuführen ist. Die Investitionen der Unternehmen beginnen hingegen zu stagnieren – ein Ergebnis der höheren Zinsen und des schwächeren Unternehmensgewinnwachstums. Der starke US-Dollar und die rückläufige weltweite Nachfrage schließlich belasten den Export, der im aktuellen Wirtschaftsumfeld keine wirkliche Stütze darstellt.

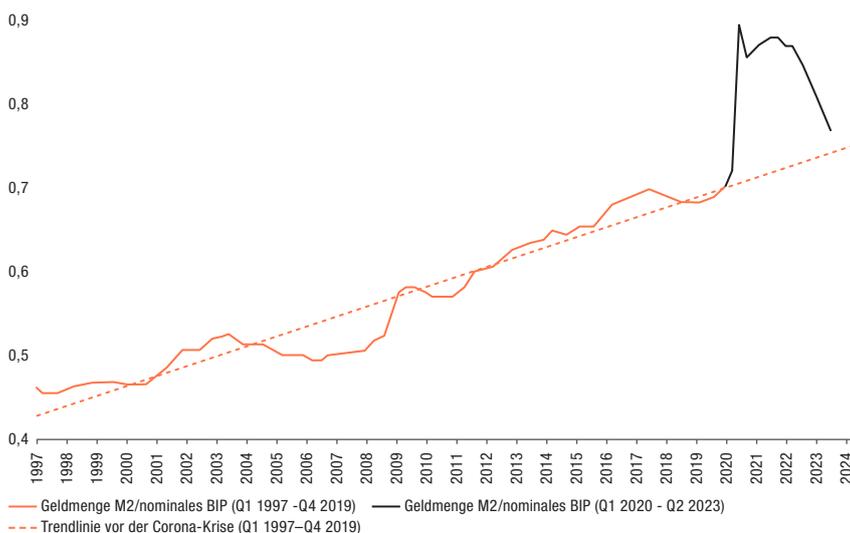
ZEITRAUM ZWISCHEN BEGINN DER INVERSION DER ZINSKURVE UND DEM BEGINN DER REZSSION IN DEN USA

Rezession	Beginn der Inversion der Zinskurve in den USA	Beginn der Rezession	Abstand (in Monaten)
Januar 1970 – November 1970	Dez-68	Jan-70	13
Dezember 1973 – März 1975	Juni-73	Dez-73	6
Februar 1980 – Juli 1980	Nov-78	Febr-80	15
August 1981 – November 1982	Okt-80	Aug-81	10
August 1990 – März 1991	Juni-89	Aug-90	14
April 2001 – November 2001	Juli-00	April-01	9
Januar 2008 – Juni 2009	Aug-06	Jan-08	17
März 2020 – April 2020	Juni-19	März-20	9
Durchschnitt in acht Rezessionen			11,6 (354 Tage)
Rezession 2023 – 2024 (durchschnittlicher Zeitraum)	Nov-22	Okt-23	11,6
Rezession 2023 – 2024 (maximaler Zeitraum)	Nov-22	April-24	17

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, US Treasury, NBER, Jefferies

Weil der private Konsum in den USA robust bleibt und sich der Arbeitsmarkt bislang nicht verschlechtert, revidieren immer mehr Analysten ihre Einschätzung in Bezug auf das Eintreten einer Rezession, auch wenn die beiden traditionell zuverlässigsten Frühindikatoren Warnsignale aussenden. In allen Fällen, in denen die Zinskurve mindestens drei Monate in Folge invers war und der Kompositindex der Conference-Board-Frühindikatoren im gleitenden Jahresvergleich um mehr als 1 % sank, folgte eine Rezession. Dies galt in allen acht Rezessionen seit dem Zweiten Weltkrieg. Der Abstand zwischen dem Beginn der Inversion der Zinskurve und dem Beginn der Rezession variiert dabei stark: von sechs Monaten während der ersten Ölkrise 1973 bis zu 17 Monaten in der Finanzkrise von 2008. Überträgt man den Durchschnittswert von 11,6 Monaten auf den aktuellen Konjunkturzyklus, so würde die Konjunktur ab Mitte Oktober 2023 schrumpfen. Nimmt man den maximalen Wert von 17 Monaten an (wie in der Subprime-Krise), würde die Wirtschaft zwei weitere Quartale wachsen, bevor es im April 2024 zu einer Schrumpfung kommt.

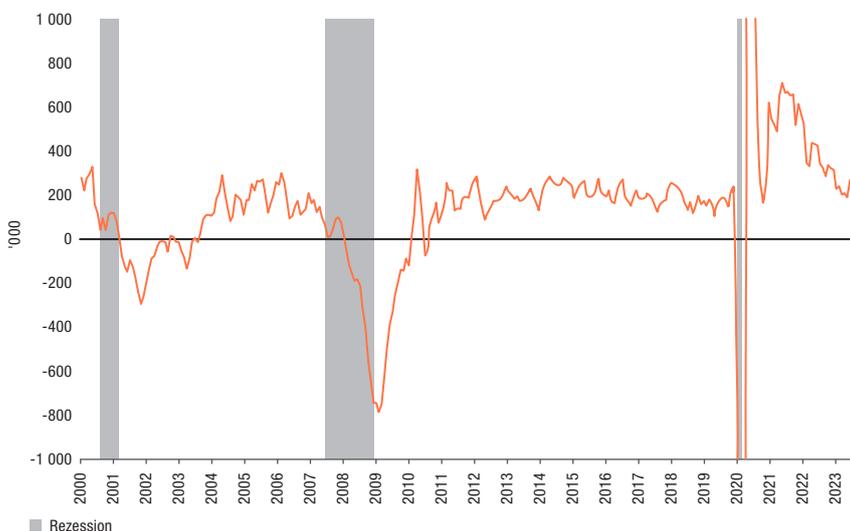
GELDMENGENWACHSTUM UND NOMINALES BIP IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Jefferies

Mehrere Gründe sprechen dafür, dass der Zeitraum vom Beginn der Inversion der Zinskurve bis zum Einsetzen der Rezession diesmal länger sein könnte als in der Vergangenheit. Das erste Argument für einen längeren Konjunkturzyklus ist das Überangebot an Liquidität, die während der Pandemie durch die enormen geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen in das Finanzsystem gepumpt wurde. Allerdings haben die steigenden Zinsen und die Bilanzabschmelzung der Federal Reserve die Geldmenge so stark verringert wie seit den 1920er-Jahren nicht mehr, so dass ein großer Teil der vorangegangenen Exzesse wieder korrigiert wurde. Zweitens liegen die Zinsen (verglichen mit vorangegangenen Konjunkturzyklen) auch nach den Anhebungen inflationsbereinigt immer noch auf moderatem Niveau, was ihre konjunkturabschwächende Wirkung relativiert. Drittens nutzten sowohl private Haushalte als auch Unternehmen die extrem niedrigen Zinsen während der Pandemie, um die Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern, so dass sie nun weniger anfällig für die strafferen Finanzierungsbedingungen sind. Nicht zuletzt haben die meisten Industriestaaten immer noch hohe Haushaltsdefizite (auch wenn diese seit den Rekordständen in der Pandemie gesunken sind) – und das, obwohl sich die Volkswirtschaften derzeit nicht in einer Rezession befinden.

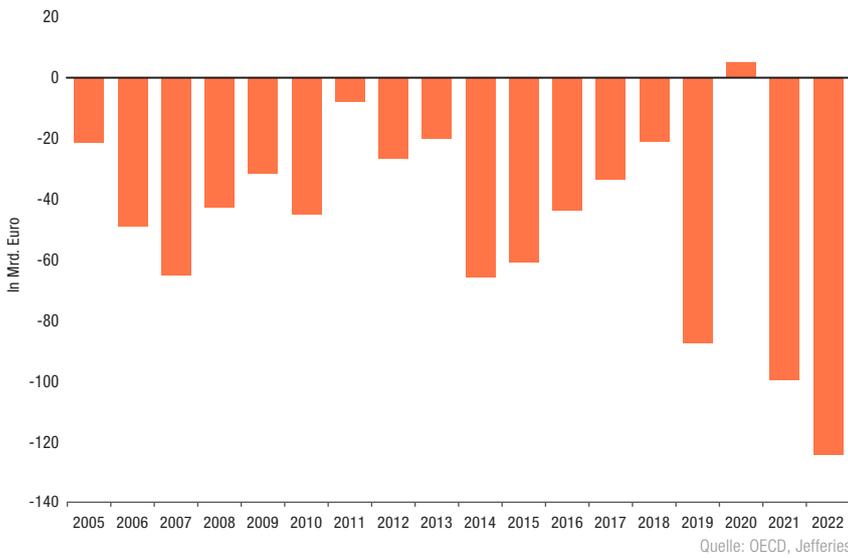
SCHAFFUNG NEUER ARBEITSPLÄTZE IN DEN USA



Quelle: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

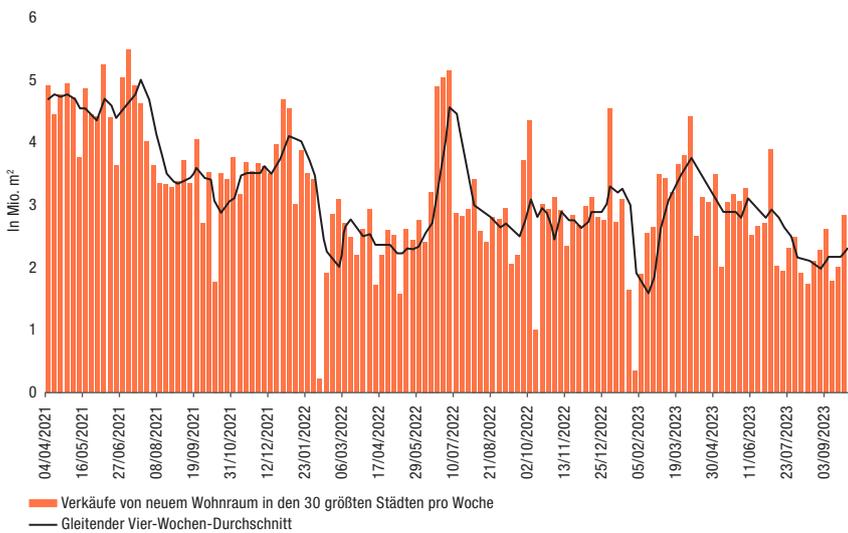
Entscheidend für die weitere Entwicklung der aktuellen Konjunkturabschwächung wird die Lage auf dem Arbeitsmarkt sein. Bisher weisen nur wenige Signale auf eine Verschlechterung der Situation hin, was auch erklärt, warum immer mehr Analysten die These einer sanften Landung der US-Wirtschaft übernehmen. Die auffälligsten Abschwächungssignale sind die rückläufige Zahl neu geschaffener Stellen und befristeter Arbeitsplätze. Gerade letztere sind häufig ein guter Frühindikator. Etwas relativiert wird die Abschwächung durch die sehr hohe Vergleichsbasis. Auch die jüngsten, erneut stark ausgefallenen Daten für September stellen den Abwärtstrend in Frage. Die Neuansprüche auf Arbeitslosengeld bleiben ebenfalls auf sehr niedrigem Niveau. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen, die im Pandemie-Boom verzweifelt Mitarbeitende gesucht hatten, nun vor Entlassungen zurückschrecken, auch wenn sie damit ihre Rentabilität verschlechtern. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass der Arbeitsmarkt schon immer ein nachlaufender Indikator war, der die Wirtschaftsleistung der Vergangenheit widerspiegelt und wenig Aufschluss über die zu erwartende Entwicklung gibt. Sollten sich die jüngsten zaghaften Anzeichen für eine Abschwächung des privaten Konsums bestätigen, dürfte der Arbeitsmarkt kaum so stabil bleiben, wie er aktuell ist.

AUSLÄNDISCHE NETTODIREKTINVESTITIONEN IN DEUTSCHLAND



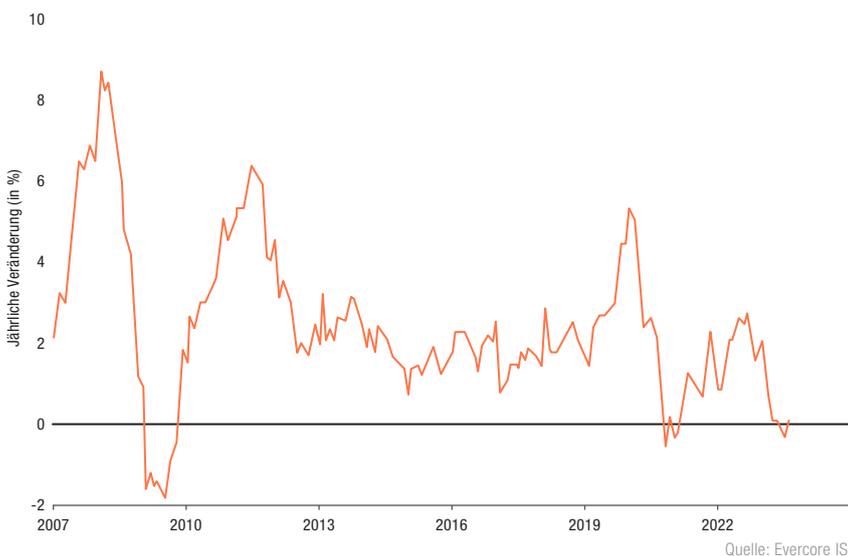
In der Eurozone bremst die Konjunktur deutlich schneller ab als in den USA. Höhere Energiekosten in Folge der russischen Invasion in der Ukraine und etwas weniger exzessive Haushaltsdefizite belasten das Wachstum in Europa, die Region steht zum Ende des dritten Quartals am Rande einer Rezession. Größtes Sorgenkind der Eurozone ist Deutschland, das seine Rolle als Wachstumsmotor verloren hat. Zum einen entgeht die größte Volkswirtschaft Europas aufgrund der großen Bedeutung ihres Industriesektors dem allgemeinen zyklischen Abschwung naturgemäß nicht. Vor allem aber leidet das Land auch unter strukturellen Problemen, die es für neue Investoren – die wichtigste Quelle für langfristiges Wachstum – immer weniger attraktiv machen. Seit Jahren bleiben die Investitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland hinter denen deutscher Unternehmen im Ausland zurück, und dieser Trend verschärft sich. Die veraltete öffentliche Infrastruktur, der chronische Fachkräftemangel, die immer weiter ausufernde Bürokratie und der Aufstieg der extremen Rechten stellen das Wirtschaftsmodell in Frage, das bislang allzu sehr auf den Export setzte und das die Notwendigkeit einer Verbesserung der Arbeitsbedingungen im Land selbst aus den Augen verloren hat.

WOHNUNGSVERKÄUFE IN CHINA



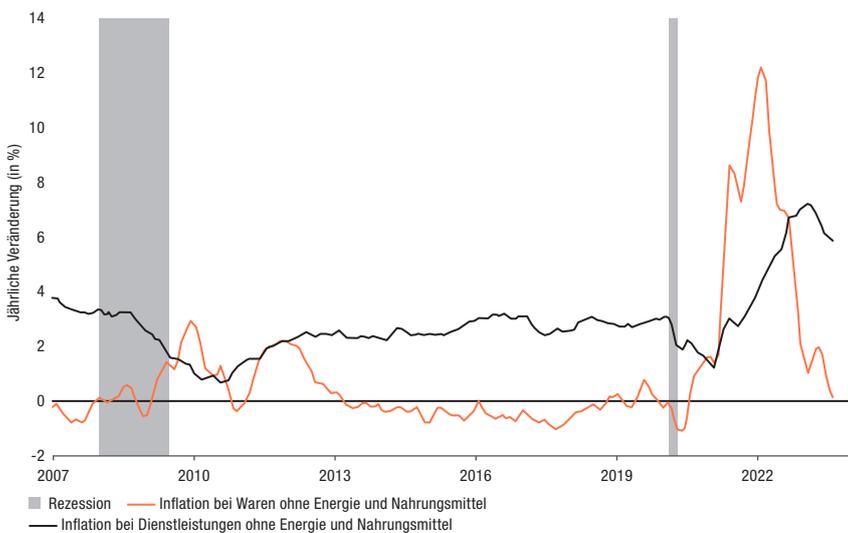
In China bleibt die wirtschaftliche Situation schwierig. Dem wirtschaftlichen Aufschwung, der auf die Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen gefolgt war, ging zum Jahresbeginn schnell die Luft aus, so dass die Regierung versuchte, die Konjunktur vermehrt mit Hilfsmaßnahmen anzukurbeln. Doch anstatt umfassende Programme aufzulegen, die die Verschuldung in die Höhe getrieben hätten, drehten die staatlichen Stellen lediglich schrittweise und vereinzelt an Stellschrauben, was nur begrenzt auf die Konjunktur wirkte. Das bedeutet nicht, dass das chinesische Wirtschaftswachstum vollständig zum Erliegen gekommen wäre: Der Binnentourismus beispielsweise hat sein Vor-Pandemie-Niveau bereits wieder erreicht. Eine echte Wachstumsdynamik zeichnet sich jedoch noch nicht ab. In der Bevölkerung herrscht allgemein eine gedämpfte Stimmung, die von anhaltenden geopolitischen Spannungen und den fortgesetzten Schwierigkeiten bei der Stabilisierung des Immobilienmarkts getrübt wird. Zu Beginn des vierten Quartals gab die Regierung in Peking zu verstehen, dass weitere Konjunkturmaßnahmen in Vorbereitung seien, um das Wachstumsziel von 5 % für 2023 noch zu erreichen.

INFLATION IN CHINA



Viele Beobachter fragen sich, ob China angesichts der stagnierenden Inflation in eine längere Deflationsphase abrutschen könnte, ähnlich wie die, die in Japan nach dem Platzen der Finanz- und Immobilienblase etwa 30 Jahre lang herrschte. Und tatsächlich gibt es zwischen dem China von heute und dem Japan von damals zahlreiche Parallelen: die massive, sich hartnäckig haltende Immobilienblase, die massiven faulen Kredite in den Bankenbilanzen, die Herausforderung, die investitions- und exportbasierte Wirtschaft so umzubauen, dass sie vom heimischen Konsum getragen wird, der Versuch der Vermeidung einer Finanzkrise, der Sanierungsprozesse häufig verlangsamt, eine aufstrebende Automobilbranche, die sich auf ausländischen Märkten etablieren will, die demographische Entwicklung, die das Wachstumspotenzial begrenzt, und eine Inflationsrate, die fast bei 0 % liegt. Gleichzeitig ist die autokratische Regierung von Xi Jinping nicht vergleichbar mit der fest verankerten japanischen Demokratie, und die Regierung in Peking kann andere Hebel ansetzen als die in Tokio, so dass die erzielten Ergebnisse deutlich voneinander abweichen können.

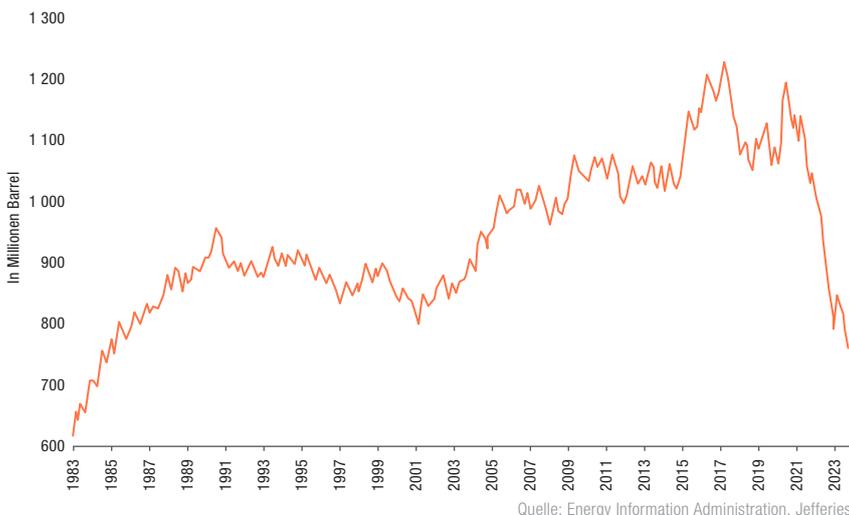
INFLATION IN DEN USA



Quelle: Evercore ISI

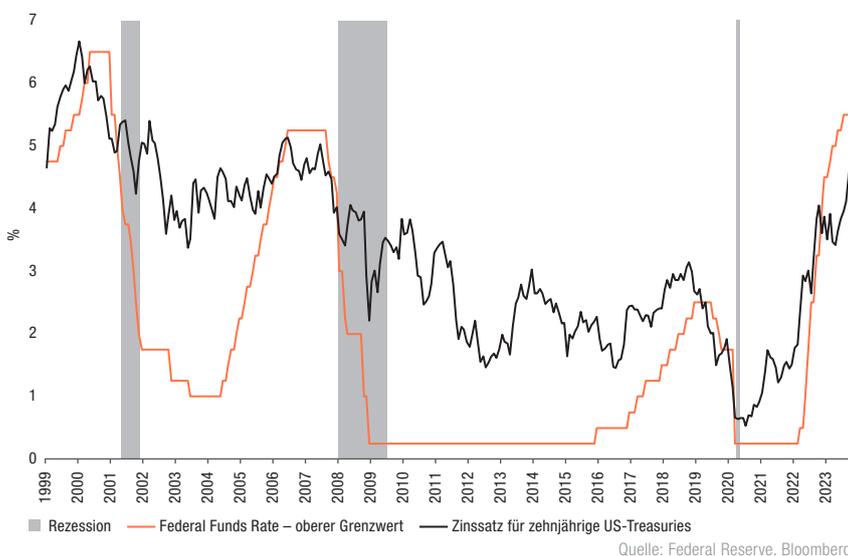
Erwartungsgemäß ist die Inflation im Jahresverlauf deutlich zurückgegangen. In den USA sank die Teuerungsrate seit ihrem Höhepunkt im Juni 2022 von 9,1 % bis September 2023 auf 3,7 %. In der Eurozone hatte die Inflationsrate im Oktober 2022 mit 10,6 % ihren Höchststand erreicht und ist seither auf 4,3 % gefallen. Besonders der Preisanstieg bei Konsumgütern hat sich gelegt, während sich die Inflation bei Dienstleistungen, die eng an die Entwicklung der Löhne und Gehälter gekoppelt ist, hartnäckiger hält und den Rückgang der Inflationszahlen ohne Energie und Nahrungsmittel verlangsamt. Ausgehend von den aktuellen Daten ist eine Voraussage der weiteren Inflationsentwicklung schwierig. In den USA zum Beispiel könnte der Anstieg der Wohnungskosten, die knapp 30 % des Gesamtinflationskorbs ausmachen und in der Regel zeitverzögert auf die Mietpreisentwicklung reagieren, in den kommenden Monaten deutlich nachlassen und ab dem zweiten Halbjahr 2024 sogar negativ werden. Sollte jedoch der Arbeitsmarkt robust bleiben, könnte die hartnäckige Inflation bei den Dienstleistungen ohne Wohnungskosten (eine von Fed-Präsident Jerome Powell ausdrücklich erwähnte Kategorie) den Inflationsrückgang deutlich verlangsamen. Bleibt schließlich noch die Komponente der Energiekosten, die ebenfalls zahlreiche Unsicherheitsfaktoren birgt.

GESAMTE ÖLRESERVEN IN DEN USA, INKLUSIVE DER STRATEGISCHEN RESERVE



Der Rohölpreis stieg im dritten Quartal um rund 30 % und beendete damit den seit Juni 2022 herrschenden Abwärtstrend. Seit der russischen Invasion in die Ukraine hat die Unsicherheit bezüglich der Energiepreisentwicklung deutlich zugenommen. Und während ein Ende des russisch-ukrainischen Kriegs immer noch nicht in Sicht ist, tut sich im Nahen Osten nach den Angriffen der islamistischen palästinensischen Hamas auf Israel ein neuer großer Konflikt herauf. Es ist noch zu früh, um abschätzen zu können, ob der Konflikt auf die beiden Protagonisten – Palästinenser und Israelis – beschränkt bleiben wird oder sich auf andere Länder wie z. B. den Iran, einen der wichtigsten Geldgeber der Hamas, ausweiten könnte. Sollte es zu einer Ausweitung des Konflikts kommen, ist ein weiterer Anstieg der Ölpreise mehr als wahrscheinlich. Hinzu kommt, dass die Ölreserven in den USA (inklusive der strategischen Reserve) auf dem niedrigsten Stand seit den 1980er-Jahren liegen, was das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage instabiler macht. Die Preise bleiben auch deshalb weiter unter Druck, weil Russland und Saudi-Arabien nun schneller reagieren und bei den geringsten Anzeichen eines Nachfragerückgangs nicht zögern, die Fördermengen zu drosseln – und das in einer Welt, in der 82 % des gesamten Primärenergiebedarfs weiterhin durch fossile Brennstoffe gedeckt wird.

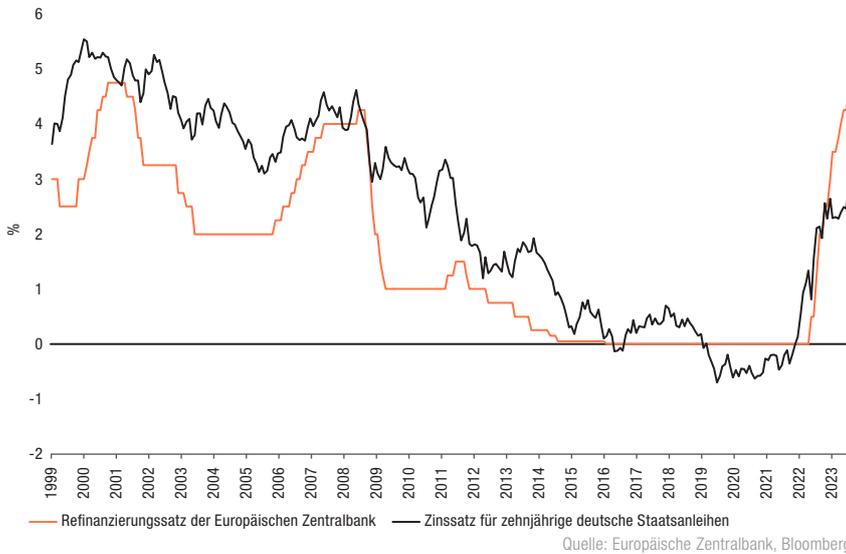
GELD- UND ZINSPOLITIK IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve, Bloomberg

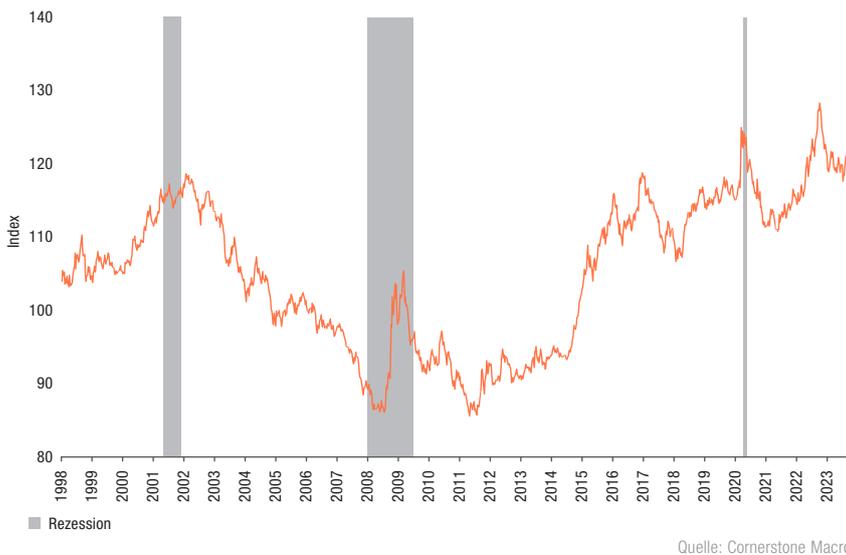
Die US-Notenbank hob im dritten Quartal ihre Leitzinsen abermals an und setzte den Zielkorridor für die Fed Funds Rate auf 5,25 % bis 5,50 % herauf. Auch wenn Fed-Chef Jerome Powell bei der September-Sitzung der Notenbank einen weiteren Zinsschritt nicht ausschloss, richtete er seinen Fokus auf die längerfristigen Perspektiven und auf die Aussicht auf dauerhaft höhere Zinsen. Der oberste US-Währungshüter erteilte damit Hoffnungen auf deutlichere Zinssenkungen 2024 (und vielleicht sogar darüber hinaus) eine Absage und löste einen erneuten Anstieg der langfristigen Zinsen auf ihren höchsten Stand seit August 2007 aus. Mit einem langfristigen Zinssatz von fast 5 % und einem festen Zinssatz auf 30-jährige Hypotheken von fast 8 % ist die Geldpolitik mittlerweile ausreichend gestrafft, so dass die Fed die Zinsen kurzfristig nicht weiter anheben muss. Ob es im weiteren Jahresverlauf zu einer letzten Leitzinserhöhung kommt, wird vor allem von der Inflations- und Arbeitsmarktentwicklung im vierten Quartal abhängen.

GELD- UND ZINSPOLITIK IN DER EUROZONE



Die Europäische Zentralbank hob die Zinsen im dritten Quartal abermals an und setzte den Einlagezinssatz in zwei Schritten auf 4 %, den Refinanzierungssatz auf 4,5 %. In der September-Sitzung erklärte EZB-Chefin Christine Lagarde zum ersten Mal, dass die Zinssätze nun ausreichend hoch seien, um – wenn sie ausreichend lange auf diesem Niveau blieben – die Rückkehr der Inflation in die Nähe der Zielmarke von 2 % zu ermöglichen. Auch wenn die Zinssätze in der Eurozone weiterhin unter denen in den USA liegen, deuteten diese Aussagen das Ende des Zinsstraffungszyklus der EZB an. Anders als in den USA sind die Anzeichen für eine Rezession in Europa ausgeprägter; die deutlichsten Signale zeigen sich in Deutschland. Auch die Schwäche des Immobilienmarkts ist in Europa ausgeprägter; die meisten Indizes deuten darauf hin, dass die Baubranche 2024 einen Einbruch erleben wird. Folglich wollen die europäischen Währungshüter offenbar eine weitere Straffung der Geldpolitik vermeiden, auch wenn das Lohnwachstum in den meisten Ländern der Eurozone hoch bleibt. Ob die Inflation tatsächlich auf die Zielmarke von 2 % zurückkehrt, wird daher davon abhängen, wie stark die sich abzeichnende Rezession ausfällt.

TRADE WEIGHTED US DOLLAR INDEX

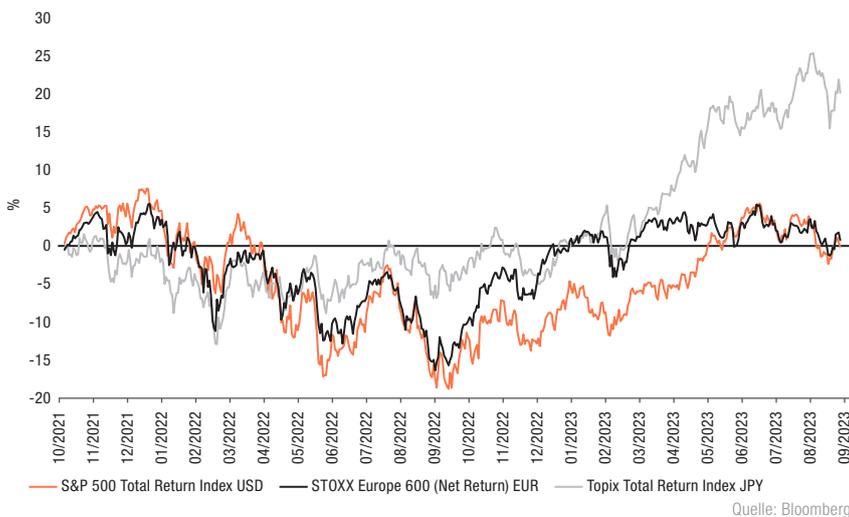


Die Lage der Weltwirtschaft ähnelt derzeit stark der in den Jahren rund um die Jahrtausendwende. Auch damals verfolgten die großen Notenbanken eine restriktive Politik, stiegen die kurz- und die langfristigen Zinsen, ebenso der Ölpreis und der US-Dollar. Eine weitere Ähnlichkeit war die These, die steigenden Zinsen würden nicht zu einer Rezession führen; die technologische Revolution würde dauerhafte Produktivitätszuwächse bewirken und die Wirtschaft vor einer Schrumpfung bewahren. Heute sind es die für unsere modernen Volkswirtschaften immer wichtigeren nicht-zyklischen Dienstleistungen, denen diese Aufgabe zugeschrieben wird. Auch damals war der US-Binnenkonsum sehr robust, und trotzdem konnte eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung nicht verhindert werden. Das Minus fiel zwar moderat aus, reichte aber, um eine zweite Baissewelle an den Aktienmärkten auszulösen, bei der Aktien, die bis dahin verschont geblieben waren, deutlich verloren. Auch heute ist es nicht unwahrscheinlich, dass die geldpolitische Straffung schließlich die Oberhand gewinnen und eine Rezession auslösen wird, an deren Ende der Beginn eines neuen Wachstumszyklus stehen könnte.



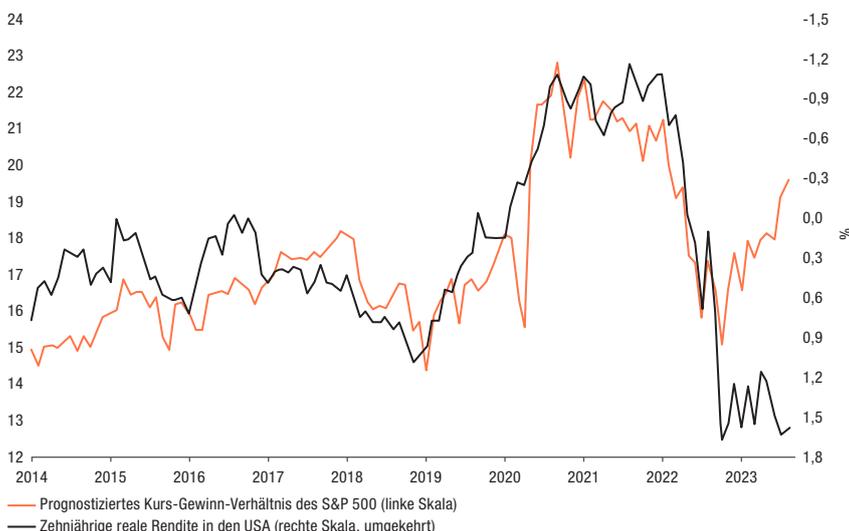
Finanzmärkte

ENTWICKLUNG DES US-AMERIKANISCHEN, EUROPÄISCHEN UND JAPANISCHEN MARKTES ÜBER ZWEI JAHRE



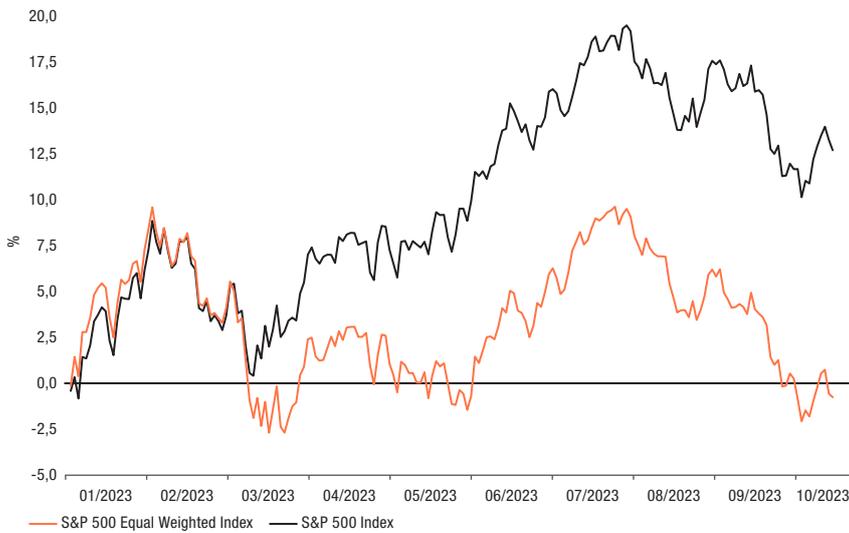
Die Aktienmärkte legten im dritten Quartal eine Pause ein, wobei der Weltaktienindex in Euro um etwa 0,5 % und in US-Dollar um 3,5 % zurückging. In Landeswährung schnitt der japanische Markt mit einem Plus von fast 2,5 % am besten ab, während der US-amerikanische und der europäische Markt um 3,3 % bzw. 2,1 % zurückgingen. Innerhalb der Märkte ließ die Begeisterung für das Thema Künstliche Intelligenz etwas nach, was zu einem Rückgang des Technologiesektors führte. Der Energiesektor profitierte hingegen von der Erholung der Ölpreise. Bemerkenswert war im Übrigen die schlechte Performance der Basiskonsumgüterwerte, die durch den Anstieg der langfristigen Zinsen und Befürchtungen über mögliche negative Auswirkungen der neuen Klasse von Schlankheitsmitteln auf ihre Umsätze beeinträchtigt wurden.

REALZINSEN UND KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS DES US-MARKTES



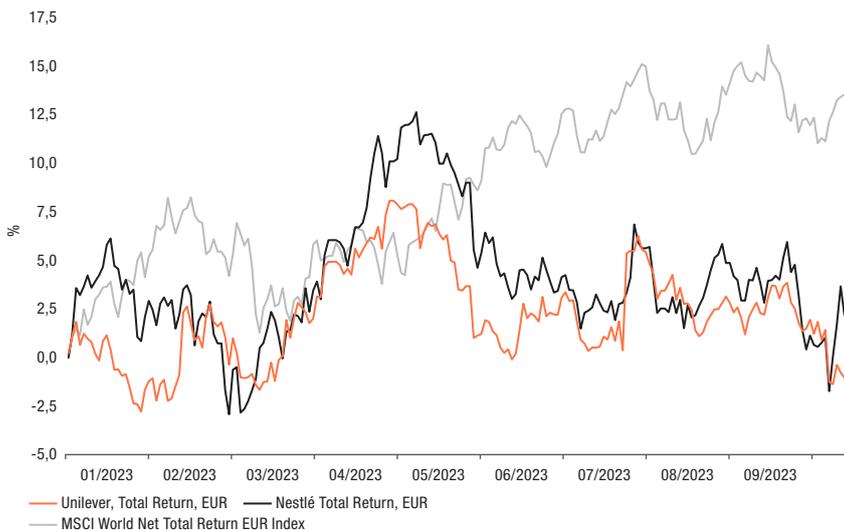
Die meisten Indizes korrigierten seit ihrem Höchststand um etwa 5 % bis 10 %, verzeichnen aber im Jahresverlauf weiterhin eine positive Performance. Der Anstieg der Aktienindizes seit Jahresbeginn beruht in erster Linie auf einem Anstieg der Bewertungen und nicht auf höheren Unternehmensgewinnen. Letztere liegen heute etwa 10 % unter den Prognosen der Analysten von vor einem Jahr. Die steigenden Lohn- und Finanzierungskosten deuten auch nicht auf eine Verbesserung der Gewinnmargen hin. Die Analysten rechnen jedoch damit, dass die Gewinne der S&P 500-Unternehmen in den Jahren 2024 und 2025 um etwa 14 % steigen werden. Ein solches Gewinnwachstum ist in normalen Zeiten bereits selten. Angesichts der weltweiten Konjunkturabschwächung erscheint es heute besonders unrealistisch.

S&P 500 UND GLEICHGEWICHTETER S&P 500



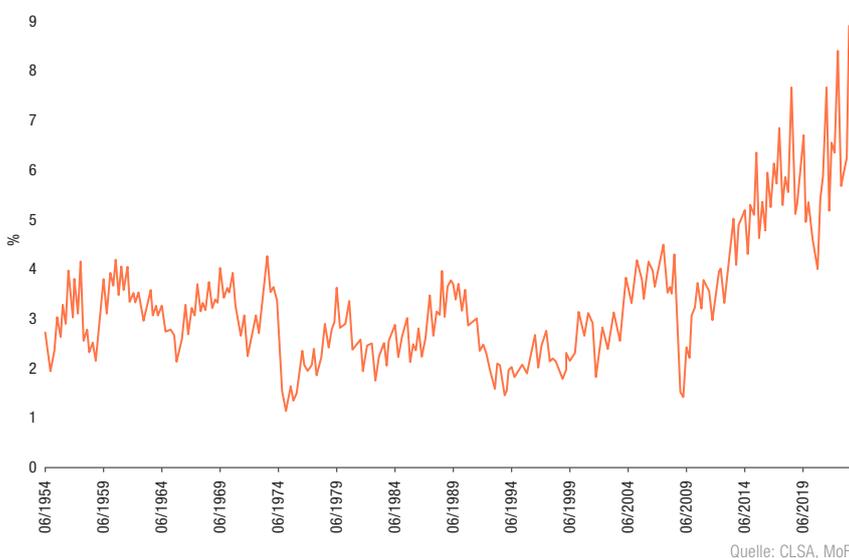
Ein Bewertungsanstieg ist in einem Umfeld steigender Zinsen sehr selten. Er erklärt sich dadurch, dass die Marktteilnehmer das Szenario einer Rezession der US-Wirtschaft allmählich zugunsten eines Szenarios der weichen Landung verworfen haben. Der Anstieg der Indizes ist zudem sehr eng und beschränkt sich auf eine relativ kleine Anzahl von Werten, angefangen bei den Technologiewerten, die voll vom Hype um die Künstliche Intelligenz profitiert haben. Vor allem in den USA fiel das Verhältnis zwischen dem gleichgewichteten S&P 500 und dem S&P 500 auf den niedrigsten Stand seit der Pandemie. Die Indikatoren, die traditionell den Beginn eines neuen Bullenmarktes kennzeichneten – eine Outperformance von Aktien mit geringer Marktkapitalisierung und eine große Anzahl von Titeln, die an der Hausse teilnehmen – fehlen somit beim Anstieg der Indizes 2023. Dies scheint zu zeigen, dass die seit Oktober vergangenen Jahres zu beobachtende Erholung der Aktienkurse nur eine vorübergehende Rallye innerhalb eines Bärenmarktes ist.

UNDERPERFORMANCE VON NESTLÉ UND UNILEVER SEIT APRIL



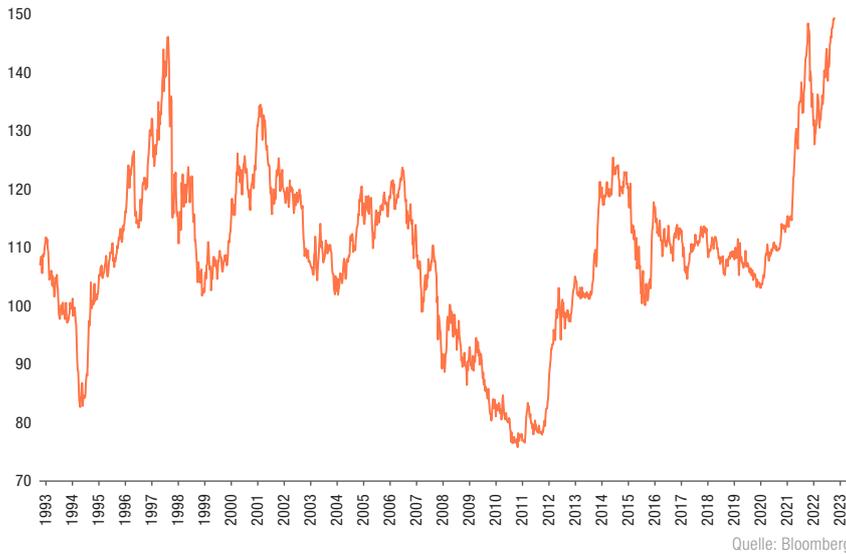
Die Schwäche defensiver Sektoren, wie Gesundheit oder Basiskonsum, bietet Kaufmöglichkeiten. Da die Unternehmen in diesen Sektoren in der Regel eine gute Gewinnvisibilität aufweisen, werden ihre Aktien im Allgemeinen als Vermögenswerte mit hoher Duration betrachtet. Als solche werden sie in Zeiten steigender langfristiger Zinsen oftmals vernachlässigt, da ihre zukünftigen Gewinne dann zu einem höheren Zinssatz aktualisiert werden und sich somit ihr Gegenwartswert verringert. Ein Anstieg der langfristigen Zinsen wirkt sich jedoch nicht auf sie als Unternehmen aus, da sie in der Regel nur gering verschuldet sind und von einem möglichen Konjunkturabschwung, der durch die steigenden Zinsen ausgelöst werden könnte, kaum betroffen wären. Als defensive Werte wurden sie zudem in einem Umfeld, in dem der Konsens auf ein Szenario einer sanften Landung der Wirtschaft umschwenkte, vernachlässigt. Ihre defensiven Qualitäten dürften wieder in die Gunst der Anleger rücken, wenn ein solches Szenario in Frage gestellt wird. Nicht umsonst gehören viele dieser Unternehmen zu den „Dividend aristocrats“, einer Gruppe von Unternehmen, die über mehrere Jahrzehnte hinweg unabhängig vom wirtschaftlichen Umfeld steigende Dividenden zahlen konnten.

GEWINNSPANNEN JAPANISCHER UNTERNEHMEN



Der japanische Markt entwickelt sich weiterhin besser als die meisten seiner Pendanten. Das Hauptargument für den japanischen Markt bezieht sich auf die Verbesserung der Corporate Governance. In der Vergangenheit waren die japanischen Unternehmen eher auf die Erhöhung ihrer Marktanteile als auf die Maximierung ihrer Gewinne bedacht. Dies führte zu hohen Investitionen, einer schlechten Kapitalallokation und einer niedrigen Rentabilität. Das hat sich geändert und die Unternehmen zeigen heute eine hohe Disziplin bei der Kapitalallokation. Das Ergebnis ist eine höhere Rentabilität des eingesetzten Kapitals sowie ein stärkeres Wachstum des Gewinns je Aktie als in der übrigen Welt. Japanische Unternehmen verzeichnen heute Gewinnmargen nahe ihrem historischen Höchststand, während ihre Nettoinvestitionsausgaben niedrig sind. Dadurch bleibt ihnen enorm viel Geld, das sie an ihre Aktionäre zurückzahlen können. Gleichzeitig steigt der Druck dieser Aktionäre mit dem Auftreten aktivistischer Investoren.

WECHSELKURS DES YEN GEGENÜBER DEM US-DOLLAR



Die gute Performance des japanischen Marktes in Landeswährung wurde zum Teil durch die Abwertung des Yen zunichtegemacht. Seit Anfang vergangenen Jahres hat der Yen gegenüber dem Euro und dem Dollar mehr als 20 % seines Wertes verloren. Der Yen fiel, weil sich die Zinsdifferenz zu anderen Währungen vergrößerte, da sich die Bank of Japan bislang weigerte, ihre Geldpolitik zu straffen. Dies dürfte sich jedoch in den kommenden Monaten ändern, da die geldpolitische Straffung im Westen ihrem Ende zugeht und die Bank of Japan unter ihrem neuen Gouverneur möglicherweise ihre Geldpolitik ändern wird. Insbesondere die Kontrollpolitik der Zinskurve scheint immer weniger haltbar zu sein. Eine solche Änderung der Geldpolitik würde zu einem Anstieg der Anleihezinsen und einer Aufwertung des Yen führen. Im Gegensatz zu dem, was man annehmen könnte, wären diese Entwicklungen für den Aktienmarkt günstig. Ersteres würde die einheimischen institutionellen Anleger dazu veranlassen, ihre Portfolios in Aktien umzuschichten, letzteres würde Kapital aus dem Ausland zurückzuführen.

RENDITE DER ZEHNJÄHRIGEN US-STAATSANLEIHE



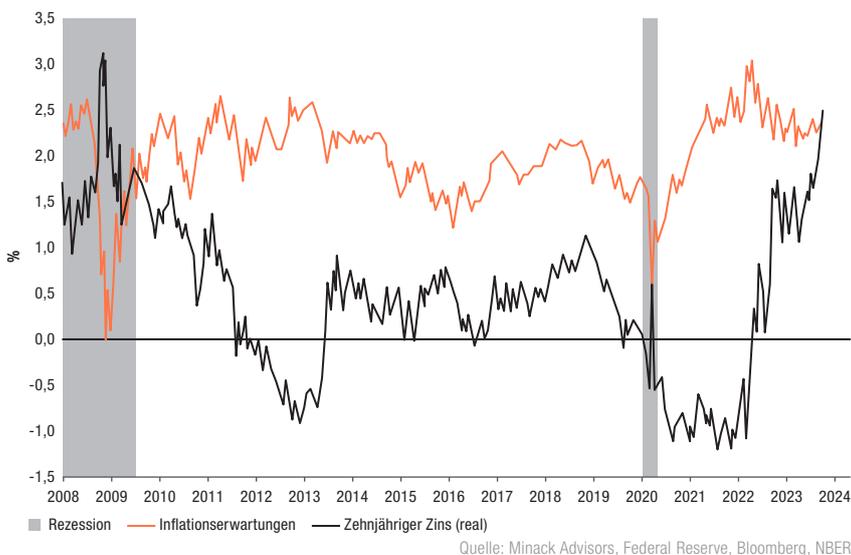
Das wichtigste Ereignis im dritten Quartal war die Fortsetzung des Anstiegs der langfristigen Zinssätze, der im April begonnen hatte. Die Widerstandsfähigkeit der US-amerikanischen Wirtschaft und die Erklärungen der Zentralbanken, die Leitzinsen noch länger auf hohem Niveau halten zu wollen, führten zu einer deutlichen Erholung der langfristigen Zinsen. So stieg der zehnjährige Referenzzinssatz in den USA von 3,84 % auf 4,57 %, den höchsten Stand seit 2007, und in Deutschland von 2,39 % auf 2,84 %. In den USA wurde die Zinskurve daher weniger invertiert. Da die Erwartungen an eine rasche Lockerung der Geldpolitik der Federal Reserve gedämpft wurden, gab es weniger Gründe dafür, warum die langfristigen Zinsen sich weit unter den kurzfristigen Zinsen etablieren sollten. Seit seinem Höchststand 2020 ist der Index für langlaufende US-Staatsanleihen um ungefähr 50 % gefallen. Ein solcher Einbruch wurde in der Vergangenheit noch nie verzeichnet. Dies verdeutlicht jedoch auch die Exzesse der Anleihemärkte in den Jahren 2020/2021 mit weitgehend negativen Realrenditen.

VON CHINA GEHALTENE US-STAATSANLEIHEN



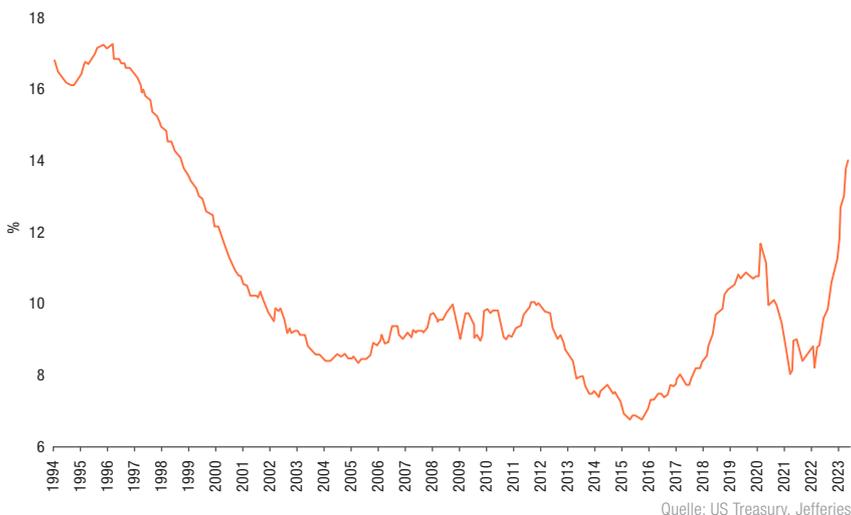
Es ist schwer, mit Sicherheit zu sagen, ob der jüngste Anstieg der Anleihezinsen auf eine unzureichende Nachfrage oder ein Überangebot an Anleihen zurückzuführen ist. Immer mehr Beobachter sind besorgt über den ständig wachsenden Finanzierungsbedarf der Staaten, der sich in einer hohen Staatsverschuldung und großen Haushaltsdefiziten niederschlägt. In den USA beläuft sich das Haushaltsdefizit trotz einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote auf rund 8 % des BIP – eine Situation, die es in der Vergangenheit noch nie gegeben hat. Es stellt sich also die Frage, wer all die Anleihen kaufen soll, mit denen diese Defizite finanziert werden sollen, insbesondere zu einem Zeitpunkt, an dem die Zentralbanken ihre Anleihekäufe eingestellt haben und stattdessen erklären, ihre Bilanzen verkleinern zu wollen. Was die Schwellenländer betrifft, so sind ihre Käufe von US-Staatsanleihen deutlich zurückgegangen. Trotz eines historisch hohen Handelsüberschusses hat China seine Käufe von US-Anleihen nicht erhöht und zieht es vor, seine Überschüsse in Öl und Gold zu recyceln. Es wird daher interessant sein zu beobachten, wie der US-Anleihenmarkt auf schlechtere Wirtschaftsdaten reagieren wird. Ein Rückgang der langfristigen Zinsen würde bestätigen, dass die US-Staatsanleihen ihren Charakter als sicherer Hafen im Falle einer Rezession beibehalten.

INFLATIONSERWARTUNGEN UND REALZINSEN IN DEN USA



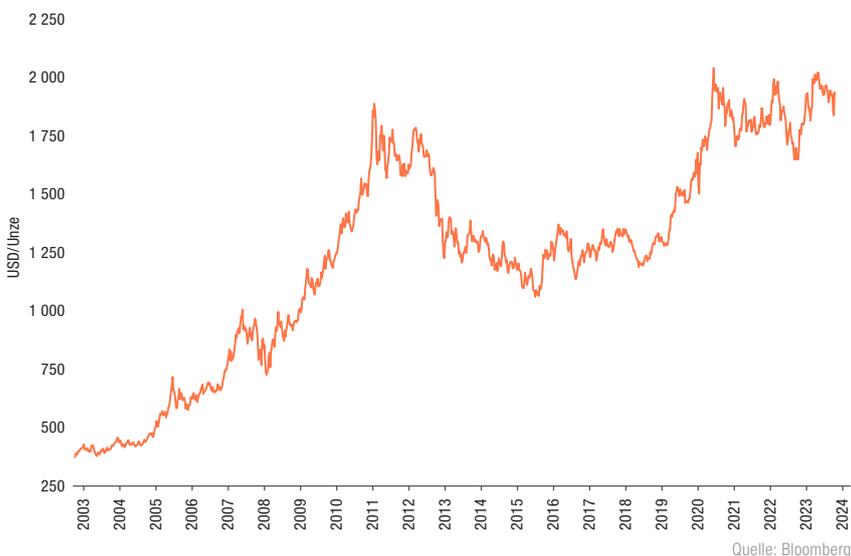
Der Anstieg der langfristigen Zinssätze sollte jedoch nicht anhalten. Die US-Wirtschaft wird häufig als eine Wirtschaft der langen Zinsen betrachtet, wobei die Idee dahinter ist, dass die Entwicklung der langen Zinsen für die Wirtschaftstätigkeit in den USA wesentlich wichtiger ist als die der kurzen. Zwischen steigenden Zinsen, langsamerem Wachstum und sinkender Inflation liegen die langfristigen Zinsen und der Leitzins der US-Notenbank mittlerweile über dem nominalen Wachstum. Dies führt zu einer gefährlichen wirtschaftlichen und fiskalischen Dynamik. Auf der finanziellen Seite beginnt sich der Anstieg der langfristigen Zinsen zudem auf die Kreditaufnahme des Privatsektors und die Kreditkosten für kleine Unternehmen auszuwirken. Gleichzeitig häufen sich die Anzeichen für zunehmende Probleme im Bereich Private Equity. In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu beachten, dass sich die Private-Equity-Branche erst in den letzten paar Jahrzehnten entwickelt hat, d. h. in einem Umfeld, in dem die Zinssätze entweder rückläufig waren oder sich auf einem niedrigen Niveau etabliert haben. Ganz allgemein sind in den letzten Jahren viele Kredite im Schattenbankensystem entstanden, wobei dieses System deutlich weniger reguliert ist. Je länger die Zinssätze auf dem derzeitigen Niveau bleiben, desto größer wird das Risiko eines finanziellen Unfalls.

ZINSAUZAHLUNGEN AUF US-STAATSSCHULDEN IN PROZENT DER STEUEREINNAHMEN



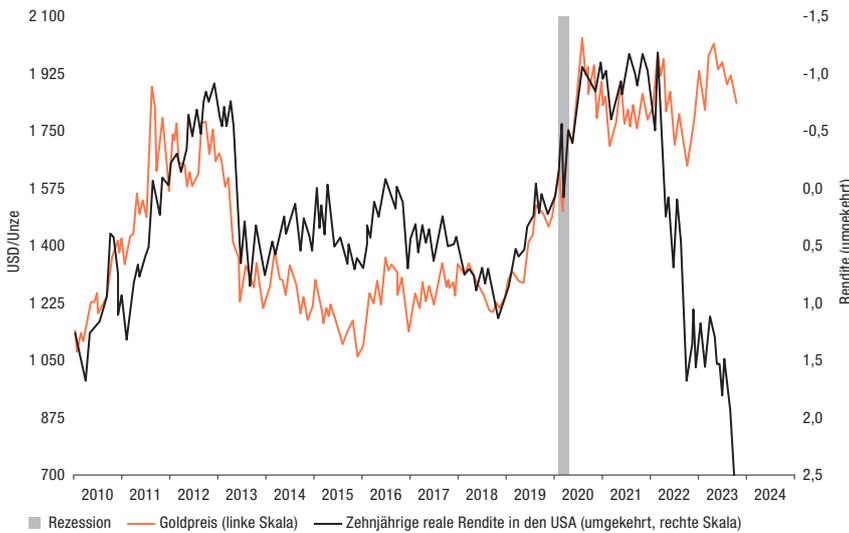
Angesichts des Verlaufs des Haushaltsdefizits in den Industrieländern scheint eine Rückkehr zu einer expansiveren Geldpolitik und einer erneuten quantitativen Lockerung längerfristig fast vorprogrammiert zu sein. So haben die vergangenen Monate gezeigt, dass der Markt offenbar Schwierigkeiten hat, die Emissionen von US-Staatsanleihen ohne die Hilfe der Federal Reserve zu absorbieren. Zwischen expansiver Haushaltspolitik, Finanzierung der Energiewende, steigenden Militärausgaben und Ausgaben im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung wird der Finanzierungsbedarf der Staaten immer weiter steigen, was zu einem kontinuierlichen Strom von Anleiheemissionen am Markt führt. Unter normalen Umständen würde dies zu einem starken Anstieg der Realzinsen führen. Ein solcher Anstieg der Realzinsen würde jedoch bedeuten, dass ein immer größerer Teil der Steuereinnahmen für die Zinszahlungen auf die Staatsschulden aufgewendet werden müsste, eine Situation, die nur schwer aufrechtzuerhalten ist. Um den Druck auf die Zinsen zu verringern, müssten die Zentralbanken wieder anfangen, Anleihen zu kaufen. In einem solchen Szenario würden sich die Anleihemärkte der Schwellenländer zunehmend als Alternative zu den Anleihemärkten der Industrieländer etablieren. Die starke Outperformance dieser Märkte seit 2020 vor dem Hintergrund steigender Zinsen und eines stärkeren US-Dollars mag überraschen, ist aber auf eine deutlich orthodoxere Geld- und Fiskalpolitik zurückzuführen.

GOLDPREIS



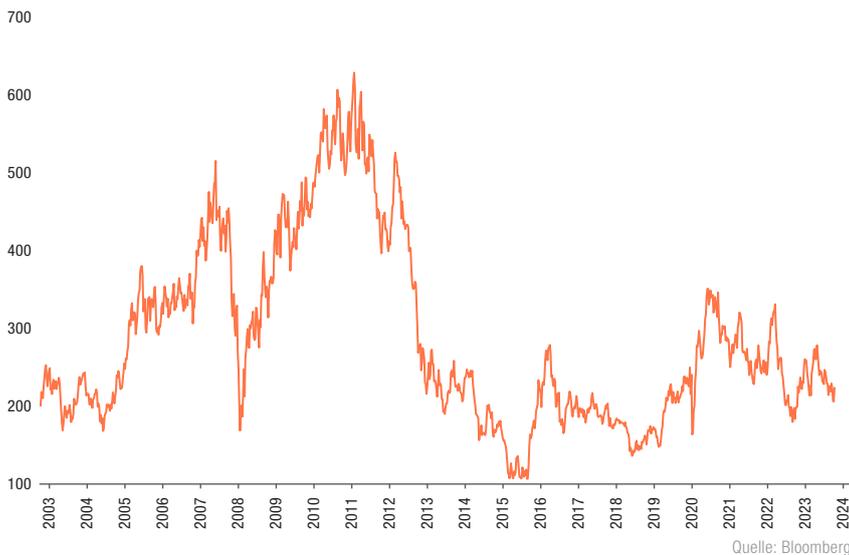
Die steigenden Zinsen und der starke Dollar belasteten den Goldpreis, der zwischen Anfang Mai und Anfang Oktober von 2.050 auf 1.820 USD/Unze fiel, bevor die Verschlechterung des geopolitischen Umfelds ihn wieder auf über 1.900 USD brachte. Angesichts der historisch engen Korrelation zwischen dem Preis des gelben Metalls und dem Niveau der realen (inflationbereinigten) Zinssätze sowie der Stärke des US-Dollars hält sich der Schaden, der durch den Anstieg der realen Zinssätze (steigende Nominalzinsen und sinkende Inflation) und des Greenbacks angerichtet wurde, jedoch in Grenzen. Der durchschnittliche Goldpreis dürfte 2023 ein Rekordniveau erreichen. Dies deutet darauf hin, dass der Goldpreisentwicklung andere Faktoren zugrunde liegen. Eine erste Erklärung könnte darin bestehen, dass die Anleger nicht glauben, dass die Realzinsen lange Zeit auf dem aktuellen Niveau bleiben können und dass entweder die Nominalzinsen sinken oder die Inflation ansteigen und die Realzinsen wieder sinken werden. Letzteres Szenario entspräche insbesondere einem Umfeld, in dem die Notwendigkeit, wachsende Defizite zu finanzieren, den Wunsch der Federal Reserve, die Inflation niedrig zu halten, überwiegt. Wie oben erwähnt, wird sich das Fenster, das den Zentralbanken derzeit für eine restriktive Haltung offensteht, allmählich schließen.

GOLDPREIS UND REALZINSEN



Eine zweite Erklärung könnte darin liegen, dass neue Faktoren den Goldpreis heute stützen, angefangen bei den Käufen der Zentralbanken. In einer multipolaren Welt, in der die geopolitischen Verbindungen weniger stabil sind, hat das Einfrieren der russischen Devisenreserven viele Länder davon überzeugt, dass es wichtig sein kann, einen wachsenden Anteil seiner Devisenreserven in einem neutralen Vermögenswert ohne Gegenparteirisiko zu halten. Dies scheint einer der Gründe hinter der Tatsache zu sein, dass die Goldkäufe der Zentralbanken 2022 den höchsten Stand seit über 50 Jahren erreicht haben. Die Investitionsnachfrage wird zwar durchaus von der Höhe der Realzinsen beeinflusst, ihre Schwäche wird jedoch durch die physische Nachfrage (insbesondere aus den Schwellenländern) und die Käufe der Zentralbanken mehr als ausgeglichen. Letztere waren im Falle der Zentralbanken aus dem Osten besonders hoch. Neben der Diversifizierung ihrer Devisenreserven könnten ihre Käufe auch durch eine mögliche Wiedereinführung von Gold in die globale Währungsarchitektur motiviert sein. China vor allem ist dabei, eine Alternative zu dem auf dem Dollar basierenden Finanzsystem aufzubauen. Der Goldpreis verlagert sich somit zunehmend nach Osten.

ENTWICKLUNG DES GOLDMINENINDEX ÜBER 20 JAHRE



Die Goldunternehmen haben sich schlechter entwickelt als der Goldpreis. Der Goldminenindex liegt heute rund 50 % unter seinem Höchststand vom August 2011, obwohl der Goldpreis seither deutlich gestiegen ist. Die Goldminenunternehmen zahlen also immer noch für die Fehler der Vergangenheit, obwohl sie heute eine größere Disziplin bei der Kapitalallokation an den Tag legen. Ihre jüngste Underperformance ist jedoch auch auf ihre sinkenden Gewinnmargen zurückzuführen. Seit dem ersten Quartal 2020 ist der Goldpreis um etwa 20 % gestiegen, während die Produktionskosten aufgrund höherer Lohn- und Energiekosten um mehr als 30 % gestiegen sind. Royalty-Unternehmen bieten eine Möglichkeit, mit weniger Risiko in die Goldindustrie zu investieren. Sie stellen einem Produzenten Finanzmittel für den Bau einer Mine zur Verfügung und erhalten dafür einen prozentualen Anteil an den Einnahmen oder der Produktion der Mine. Sie sind jedoch nicht dem Risiko steigender Betriebskosten der Mine ausgesetzt. Sie bieten auch eine größere Diversifizierung, da sie in der Regel Lizenzgebühren für eine große Anzahl von Minen besitzen.

ENTWICKLUNG DES HANDELSGEWICHTETEN DOLLAR-INDEX



Da die langfristigen Zinsen in den USA stärker stiegen als in anderen Ländern, profitierte der US-Dollar von einer Ausweitung der Zinsdifferenz und wertete auf. Interessanterweise war die Aufwertung des Dollars gegenüber den Währungen der Industrieländer größer als gegenüber den Währungen der Schwellenländer. Die geringe Aufwertung des Dollar gegenüber letzteren und der starke Rückgang der Kurse von US-Staatsanleihen könnten bestätigen, dass ein großer Teil der Welt dabei ist, sich von dem auf dem Dollar basierenden Finanzsystem, mit den US-Staatsanleihen in seinem Zentrum, abzuwenden. Während der Dollar von einer größeren Zinsdifferenz profitierte, erlitt der Yen das gegenteilige Schicksal und fiel auf den niedrigsten Stand gegenüber dem Dollar seit über 30 Jahren. Sein starker Rückgang führte zu einem Anstieg der Importpreise und verringerte die Kaufkraft der japanischen Haushalte. Der Druck auf die Bank of Japan, ihre Geldpolitik zu ändern, nahm daher zu. Die japanische Währung ist derzeit stark unterbewertet und die jüngsten Interventionen der japanischen Behörden scheinen zu zeigen, dass sie nicht bereit sind, eine weitere Abwertung zu tolerieren.

Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Risiko einer starken Verlangsamung der Weltkonjunktur nach wie vor gegeben ist und die Möglichkeit besteht, dass im vierten Quartal dieses Jahres oder Anfang 2024 eine Rezession eintritt. Eine defensive Positionierung ist daher weiterhin angemessen. Eine solche defensive Positionierung ist umso mehr gerechtfertigt, als das alternative Szenario einer sanften Landung der US-Wirtschaft zum Konsens geworden ist und heute in den Kursen eingepreist zu sein scheint.

Die geldpolitische Straffung der Zentralbanken nähert sich ihrem Ende, doch eine schnelle Lockerung scheint nicht auf der Tagesordnung zu stehen, es sei denn, die Weltkonjunktur verschlechtert sich rasch. Sollte die US-Wirtschaft trotz einer Anhebung des Leitzinses durch die Federal Reserve um mehr als 5 % eine weiche Landung hinlegen, müssten die Anleger hingegen ihre Einschätzung des neutralen Zinssatzes nach oben korrigieren und sich an ein Umfeld mit dauerhaft höheren Zinsen gewöhnen. Keines dieser Szenarien scheint für die Aktienmärkte besonders günstig zu sein, und das zu einem Zeitpunkt, an dem die Aktienbewertungen wieder gestiegen sind. Anders als noch vor einigen Jahren können Anleger heute zudem innerhalb der Geld- und Anleihemärkte attraktive Renditen erzielen.

Innerhalb der Aktienmärkte dürften defensive Qualitätstitel wieder in der Gunst der Anleger steigen, zumal ihre relative Bewertung nach der Underperformance der vergangenen Monate wieder attraktiv geworden ist. Auf regionaler Ebene dürften die asiatischen Märkte vom Rückgang der langfristigen Zinsen, einer mittel- bis langfristig günstigeren Wirtschaftsdynamik und niedrigeren Bewertungsniveaus profitieren. Die Entwicklung der Corporate Governance hin zu einer stärkeren Berücksichtigung der Aktionäre wird den japanischen Markt in den kommenden Jahren weiterhin zu einem der interessantesten Märkte machen. Ein starker Rückgang der Weltkonjunktur könnte den Aufwärtstrend jedoch vorübergehend unterbrechen, da die Gewinne vieler japanischer Unternehmen stark vom globalen Konjunkturzyklus abhängig sind.

Kurzfristig könnte der Goldpreis angesichts der Spannungen bei den langfristigen Zinsen in den USA und der Stärke des US-Dollars volatil bleiben. Der Aufwärtstrend beim Preis des gelben Metalls scheint jedoch fest etabliert zu sein. Eine Investition in Gold sollte jedoch nie als kurzfristige Anlage betrachtet werden.

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. **177** – 4. Quartal 2023

Perspectives

Redaktionsschluss:

16.10.2023

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