

Perspectives

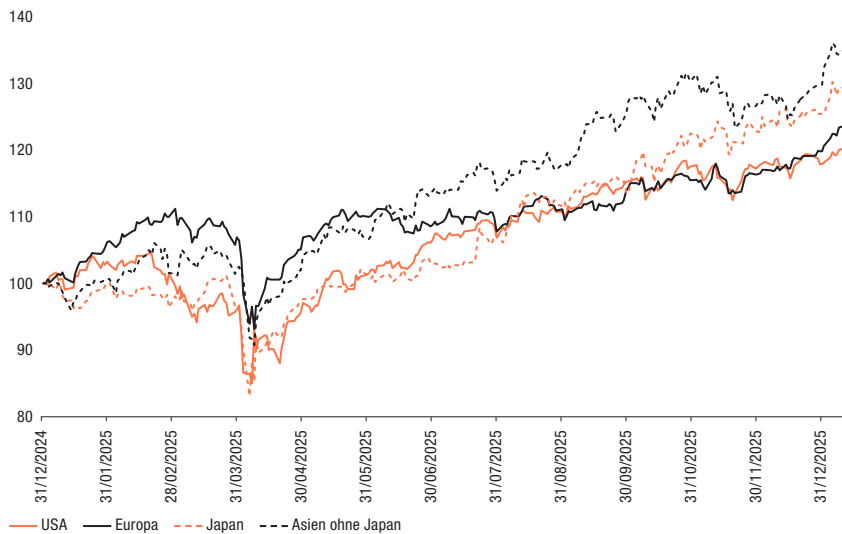
Analyse der Finanzmärkte

- Das aktuelle Umfeld, das durch eine hohe Staatsverschuldung und eine anhaltende Entwertung des Papiergelds gekennzeichnet ist, spricht weiterhin für Sachwerte.
- Die Outperformance des US-Marktes gegenüber anderen Märkten geht zu Ende.
- Die mittel- und langfristigen Aussichten für den japanischen Markt bleiben ausgezeichnet.
- Die Finanzmärkte Lateinamerikas beginnen, bei den Anlegern wieder Anklang zu finden.
- Die strategischen Ziele der beiden größten Weltmächte sprechen für eine Aufwertung der asiatischen Währungen gegenüber den westlichen Währungen.
- Die Gewinnmargen der Goldunternehmen steigen spektakulär.

Besuchen Sie unsere Website
www.bli.lu

Eine Publikation von
BLI - Banque de Luxembourg Investments

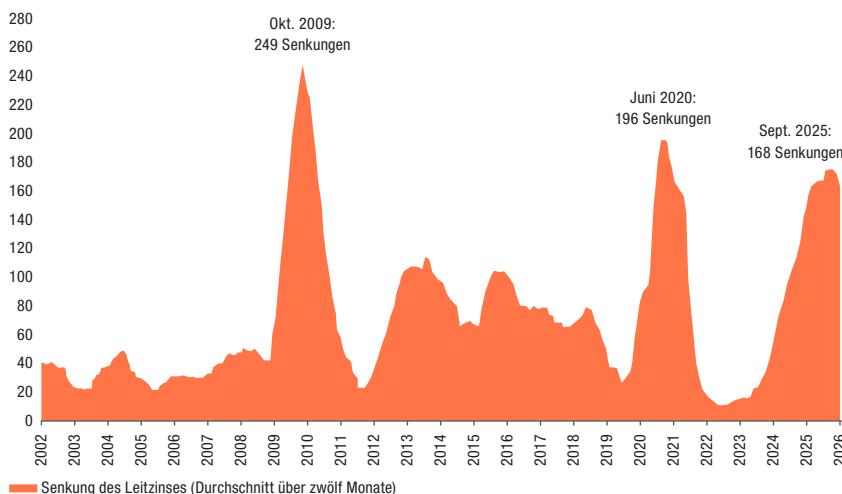
ENTWICKLUNG DER WICHTIGSTEN MÄRKTE 2025



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Die Aktienmärkte legten 2025 weiter zu, wobei der Weltindex in Euro um rund knapp 7 % und in US-Dollar um 21 % stieg. Das Jahr begann gut, bevor es durch die Ankündigungen von Donald Trump zu den Zöllen im April getrübt wurde. Anschließend erholten sich die Aktienmärkte trotz der politischen Unsicherheiten, gestützt durch die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft, die entgegenkommende Politik der Zentralbanken und solide Unternehmensergebnisse. In Europa senkte die EZB ihre Zinsen um 100 Basispunkte und reduzierte den Einlagensatz von 3 % auf 2 %, gestützt durch einen Rückgang der Inflation, die wieder auf 2 % zurückging. In den Vereinigten Staaten zögerte die Federal Reserve trotz des Drucks der Trump-Regierung, nach den Ankündigungen zu den Zöllen zu handeln. Schließlich wurden ab Juli drei Senkungen um jeweils 25 Basispunkte vorgenommen, wodurch die Zinsen trotz anhaltender Inflation und einer widerstandsfähigen Wirtschaft auf 3,50 % bis 3,75 % sanken. Das Jahr war auch durch die Abwertung des US-Dollars geprägt, der gegenüber dem Euro 13 % verlor, wobei der größte Teil dieses Rückgangs im ersten Halbjahr zu verzeichnen war.

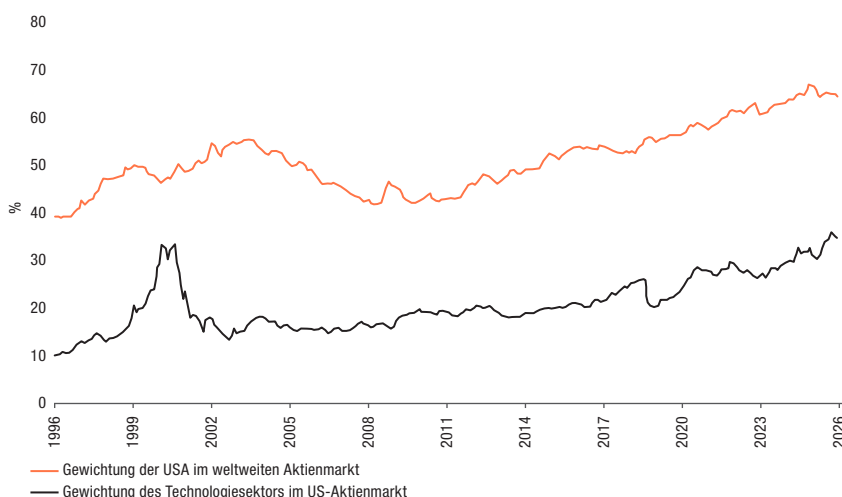
ZINSENKUNGEN DURCH DIE WELTWEITEN ZENTRALBANKEN IN DEN VERGANGENEN ZWÖLF MONATEN



Quelle: Global Investment Strategy, Bloomberg

In einem Umfeld einer anhaltenden Entwertung der wichtigsten Papierwährungen sollte man weiterhin Sachwerte gegenüber Geldwerten und somit Qualitätsaktien gegenüber Anleihen bevorzugen. Für 2026 gehören insbesondere eine expansive Fiskalpolitik, die Aussicht auf eine Fortsetzung der geldpolitischen Lockerung durch die US-Notenbank und die niedrigen Ölpreise zu den wichtigsten Faktoren, die die Aktienkurse stützen. Auf der Risikoseite sind vor allem die wachsenden Zweifel an der Rentabilität der massiven Investitionen großer Technologieunternehmen in Künstliche Intelligenz zu nennen. Das geopolitische Umfeld, das Auftreten von Problemen im undurchsichtigen Bereich der Privatkredite, die Möglichkeit einer Auflösung der Carry-Trade-Geschäfte auf den Yen und mögliche Enttäuschungen hinsichtlich der geldpolitischen Lockerung durch die US-Notenbank sind weitere Faktoren, die zu berücksichtigen sind.

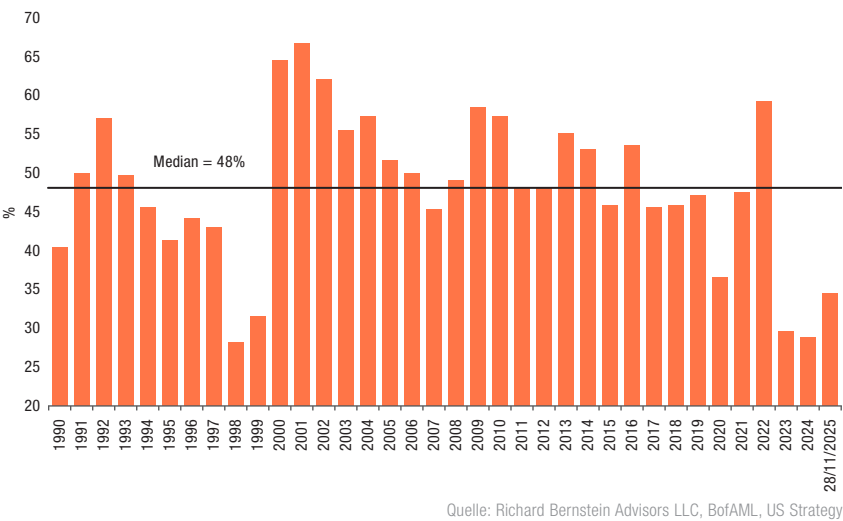
GEWICHTUNG DER USA IM WELTWEITEN AKTIENINDEX UND GEWICHTUNG DES TECHNOLOGIESEKTORS IN DEN USA



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management

Zum ersten Mal seit langer Zeit blieb die Performance des US-Marktes hinter der europäischen und asiatischen Märkte zurück. Der Anteil des US-Marktes am Weltindex könnte somit Ende 2024 seinen Höchststand erreicht haben. Seitdem ist er von 67 % auf 64 % gesunken. Mit etwa dem 2,5-fachen des kombinierten Anteils von Europa, den Schwellenländern und Japan ist er nach wie vor enorm und liegt mehr als 20 % über dem Wert von vor der Finanzkrise. Darüber hinaus war die Konzentration des US-Marktes noch nie so stark wie heute, da die zehn größten Unternehmen des S&P 500 mehr als 40 % des Index ausmachen. 2025 lag die Zahl der S&P-500-Titel, deren Kursentwicklung über der des Indexes lag, zum dritten Mal in Folge unter 30 %. Eine solche Situation war seit dem Ende der 1990er-Jahre, das von der Technologieblase geprägt war, nicht mehr zu beobachten gewesen. All dies zu einem Zeitpunkt, an dem Investoren zunehmend Fragen zur Rendite der massiven Investitionen stellen, die die großen Technologieunternehmen derzeit in Künstliche Intelligenz tätigen.

PROZENTUALER ANTEIL DER TITEL IM S&P 500-INDEX, DIE DEN INDEX ÜBERTROFFEN HABEN



Die Tatsache, dass die großen Börsenindizes auf oder nahe ihren Höchstständen liegen, bedeutet nicht, dass es keine attraktiven Anlagemöglichkeiten mehr an der Börse gibt. Die aktuelle Situation erinnert eher an das Ende der 1990er-Jahre, als bestimmte Marktsegmente sehr teuer geworden waren, es aber außerhalb dieser Segmente noch viele Anlagemöglichkeiten gab. Im Gegensatz zu 2007, als alles sehr teuer geworden war. Dies gilt in erster Linie für die asiatischen und europäischen Märkte, aber auch für den US-amerikanischen Markt, wo derzeit eine größere Zahl an Werten an der Aufwärtsbewegung teilhaben. Die hohe Bewertung des amerikanischen Marktes lässt sich durch das übermäßige Gewicht einer Reihe von Titeln erklären. Der Index ist zwar teuer, viele Titel sind es jedoch nicht. Daher könnte es zu einer Rückkehr des aktiven Managements kommen, auch wenn derzeit festzustellen ist, dass nur das passive Management positive Kapitalflüsse verzeichnet.

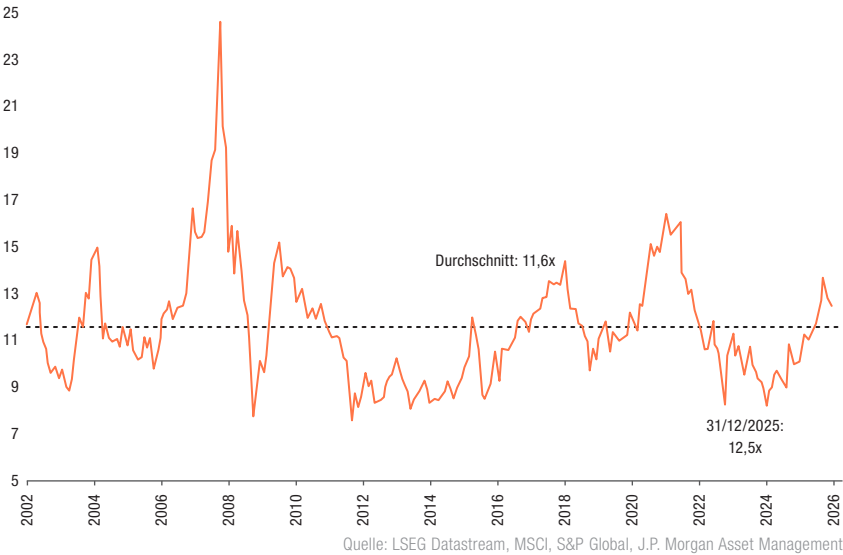
KORREKTUR GEGENÜBER DEM FÜNFJAHRESHOCH

Unternehmen	Korrektur	Höchststand
Novo Nordisk	-61 %	06/2024
Diageo	-58 %	12/2021
Nestlé	-40 %	12/2021
Heineken	-35 %	05/2023
Givaudan	-33 %	12/2021
LVMH	-32 %	04/2023

In Europa haben sich die Sektoren, die traditionell mit dem „Value“-Stil in Verbindung gebracht werden, gut behauptet, mit einem starken Anstieg bei Banken, Grundstoffen, Versorgern und Verteidigung. Defensive Qualitätswerte hingegen sind deutlich zurückgeblieben oder haben sogar an Wert verloren. Es stimmt, dass ihre Bewertungen in der Ära der Nullzinsen sehr hoch geworden waren. Der Rückgang ihrer Bewertungen belastet ihre Börsenperformance seit 2022, während die Segmente, die damals gelitten hatten, insbesondere zyklische Werte und Value-Werte, sich stark erholten. Ein auf Qualität ausgerichtetes Mandat war daher in den vergangenen Jahren, die von einer Normalisierung der Zinssätze geprägt waren, eindeutig im Nachteil. Dennoch sollte man sich an solche Qualitätsunternehmen wenden, wenn man den Kauf einer Aktie als eine langfristige Beteiligung an einem Unternehmen, statt als eine kurzfristige Spekulation betrachtet.

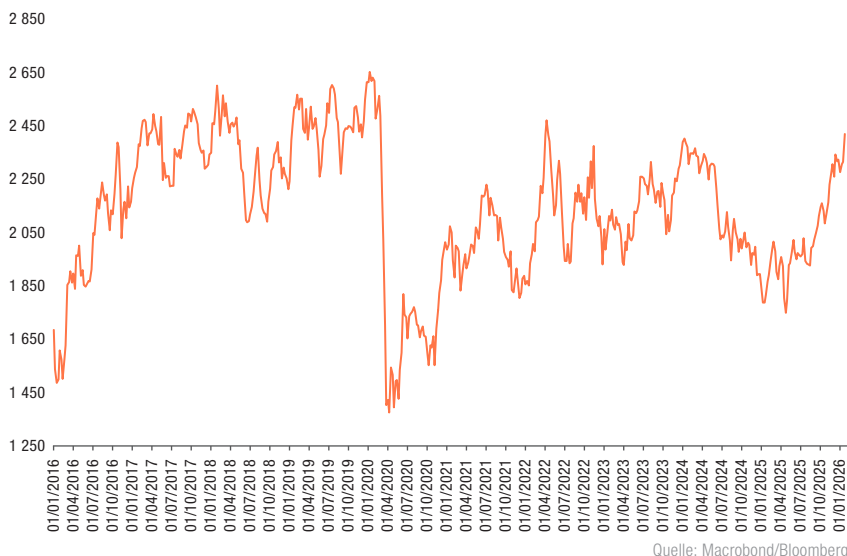
Quelle: BLI

KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS DES MSCI CHINA-INDEX



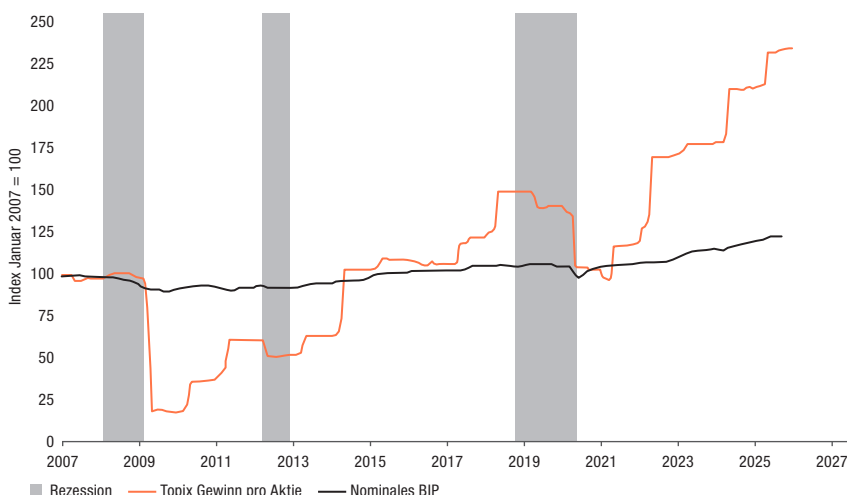
Seit zwei Jahren übertrifft der chinesische Markt den US-amerikanischen Markt deutlich. Diese Outperformance kommt zu einem Zeitpunkt, an dem viele Anleger aus dem Markt ausgestiegen sind, weil sie sich über die geopolitischen Unsicherheiten und die Interventionen der Partei gegen bestimmte Sektoren Sorgen machten (ähnlich wie es heute die Trump-Regierung in den Vereinigten Staaten tut). Der chinesische Markt könnte daher von einer stärkeren Rückkehr der Anleger profitieren, wenn ein Handelsabkommen zwischen China und den Vereinigten Staaten erzielt würde. All dies zu einem Zeitpunkt, an dem ein erheblicher Teil der Ersparnisse chinesischer Haushalte von Bankeinlagen in Aktien umgeschichtet wird und verschiedene Reformen darauf abzielen, die Liquidität und die Governance des Marktes zu verbessern. Der Markt bietet zudem Zugang zu strategischen und innovativen Sektoren, da China bei mehreren langfristigen Trends wie Elektrofahrzeugen, Batterien, Biotechnologie oder Künstlicher Intelligenz eine Vorreiterrolle einnimmt. All dies zu einem Zeitpunkt, an dem die Bewertungen chinesischer Unternehmen relativ niedrig bleiben und Technologieaktien insbesondere gegenüber ihren US-amerikanischen Pendanten mit einem erheblichen Abschlag gehandelt werden.

ENTWICKLUNG DES MSCI LATEINAMERIKA-INDEX IN EURO



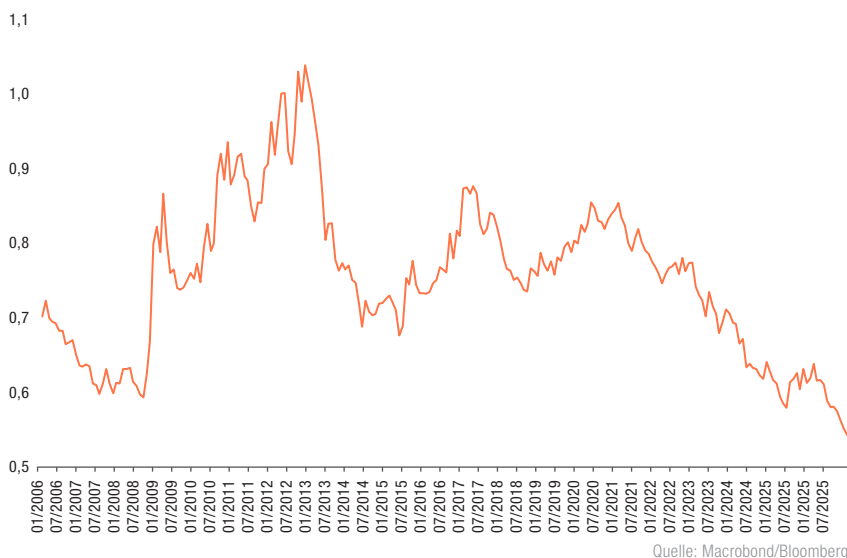
Lateinamerika ist eine Region, die bei Anlegern wieder an Beliebtheit gewinnt. Die meisten Länder dieser Region sind dabei, einen Rechtsruck zu vollziehen und die oft katastrophale Wirtschaftspolitik der vergangenen Jahre oder Jahrzehnte aufzugeben. Die Geldpolitik war in den meisten Ländern in den vergangenen Jahren insgesamt sehr restriktiv und verfügt heute angesichts des Inflationsrückgangs über ein erhebliches Lockerungspotenzial. Für einige Länder verringert die Rückkehr des Einflusses und der finanziellen Unterstützung der USA zudem das geopolitische Risiko erheblich. Der Anstieg der Rohstoffpreise und die Abwertung des US-Dollars sind weitere positive Faktoren, die hervorzuheben sind. Die Attraktivität der Region beschränkt sich nicht nur auf die Aktienmärkte, sondern umfasst auch die Anleihemärkte und Währungen.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM UND GEWINNWACHSTUM PRO AKTIE IN JAPAN



Die Kombination aus einer (leicht) expansiven Fiskalpolitik und einer (leicht) restriktiven Geldpolitik ist ein gutes Zeichen für das Wachstum in Japan und dürfte den Aktienmarkt weiterhin stützen. Das wichtigste Argument für den japanischen Markt bleibt jedoch die Verbesserung der Unternehmensführung. Der Governance-Kodex soll grundsätzlich 2026 aktualisiert werden, wobei der Schwerpunkt verstärkt auf Unternehmen mit Liquiditätsüberschüssen in ihrer Bilanz, Kreuzbeteiligungen und der Unabhängigkeit der Verwaltungsräte liegen wird. Inländische Werte bieten in dieser Hinsicht ein größeres Reformpotenzial und ein attraktiveres Bewertungsniveau, während Exportwerte von günstigeren Wachstumsaussichten profitieren. Anleger sollten daher ein ausgewogenes Verhältnis zwischen diesen beiden Unternehmensarten anstreben.

WECHSELKURS JPY/EUR ÜBER 20 JAHRE



Der Yen war 2025 erneut die schlechteste aller wichtigen Währungen, trotz der geldpolitischen Straffung durch die Bank of Japan. Die Zurückhaltung der japanischen Währungsbehörden, die Zinsen zu einem Zeitpunkt anzuheben, zu dem die Inflation das Hauptanliegen der Japaner zu sein scheint, beunruhigt die Anleger und führt insbesondere zu einem deutlichen Anstieg der langfristigen Zinsen. In anderen Ländern würde ein solcher Anstieg der Langfristzinsen als Signal für eine aggressivere geldpolitische Straffung gewertet werden, nicht jedoch in Japan, wo die Währungsbehörden nach wie vor von der Deflation und die japanische Industrie von der Konkurrenz aus China, angesichts der starken Unterbewertung des Renminbi, besessen zu sein scheinen. Die Ankündigung vorgezogener Wahlen hat der japanischen Währung zu Beginn des Jahres ebenfalls nicht geholfen, sodass der Finanzminister eine Warnung an Spekulanten aussprechen musste. Der Yen ist heute stark unterbewertet. Er bietet in gewisser Weise auch eine Absicherung gegenüber einer Reihe anderer Vermögenswerte, da die Möglichkeit einer teilweisen Rückführung der enormen japanischen Kapitalreserven im Ausland besteht.

WECHSELKURS USD/YUAN



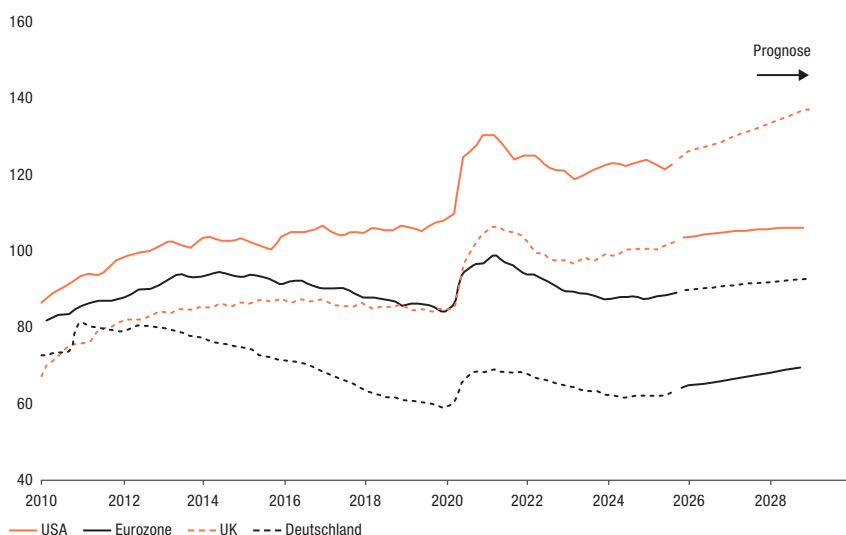
Die strategischen Ziele der beiden größten Weltmächte sprechen für eine Aufwertung der asiatischen Währungen gegenüber den westlichen Währungen in den kommenden Jahren. In den Vereinigten Staaten möchte die Trump-Regierung das Handelsdefizit senken, was einer Förderung der Produktion zulasten des Binnenkonsums gleichkommt. Dies erfordert unter anderem eine Abwertung des US-Dollars. In China hat der 15. Fünfjahresplan die Entschlossenheit der Kommunistischen Partei bekräftigt, den Anteil des Binnenkonsums am Bruttoinlandsprodukt zu erhöhen. Die chinesischen Behörden müssten daher eine allmähliche Aufwertung ihrer derzeit stark unterbewerteten Währung tolerieren. Dies scheint der Fall zu sein, da der Renminbi kürzlich wieder das symbolische Niveau von sieben (RMB für einen US-Dollar) erreicht hat, was auch durch die Verringerung des Zinsdifferenzials zum US-Dollar aufgrund der Senkung der Leitzinsen durch die Federal Reserve begünstigt wurde. Die chinesische Währung und mit ihr die anderen asiatischen Währungen sind in eine Phase der strukturellen Aufwertung gegenüber dem Dollar eingetreten, auch wenn die Behörden der Region weiterhin gegen einen zu schnellen Anstieg ihrer Währungen vorgehen werden.

WECHSELKURS EUR/USD



Genau wie der US-Dollar dürfte auch der Euro gegenüber den asiatischen Währungen langfristig an Wert verlieren. Die Einheitswährung dürfte jedoch gegenüber dem Dollar 2026 weiter an Wert gewinnen. 2025 erfolgte ihre Aufwertung hauptsächlich in der ersten Jahreshälfte, wobei der EUR/USD-Wechselkurs anschließend in einer relativ engen Bandbreite schwankte. Die Gründe für eine weitere Abschwächung des Greenback sind vor allem in den Vereinigten Staaten zu suchen, mit der Unberechenbarkeit der Trump-Regierung, welche den Status des Dollars als sicherer Hafen schwächt, dem Druck auf die Federal Reserve, die Zinsen zu senken, um die Kosten für den Schuldendienst (der derzeit hauptsächlich durch kurzfristige Kredite finanziert wird) zu senken, und dem Risiko einer längeren Underperformance des amerikanischen Aktienmarktes. Der Euro weckt auch kein allzu großes Vertrauen, könnte aber von einer zyklischen Beschleunigung der europäischen Wirtschaft in diesem Jahr profitieren.

STAATSVerschuldung in Prozent des BIP



Sofern man nicht davon ausgeht, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht und eine neue Deflationsphase auslösen wird, haben Staatsanleihen aus Industrieländern in einem diversifizierten Portfolio keinen Platz mehr. Seit der Pandemie haben diese Anleihen die Kaufkraft der Anleger zerstört. Zwischen Ende 2020 und 2025 stieg der Verbraucherpreisindex in der Eurozone um 23 %, während der Markt für Staatsanleihen rund 15 % verlor. 2025 kam es zu steileren Zinskurven, mit einem Rückgang der kurzfristigen Zinsen infolge der geldpolitischen Lockerung der Zentralbanken und einem leichten Anstieg der langfristigen Zinsen aufgrund expansiver Fiskalpolitik und Befürchtungen hinsichtlich der Schuldensituation. Die besorgniserregende Lage der öffentlichen Finanzen in fast allen Industrieländern führt dazu, dass Anleger ein für alle Mal aufhören sollten, Staatsanleihen mit risikofreien Anlagen gleichzusetzen.

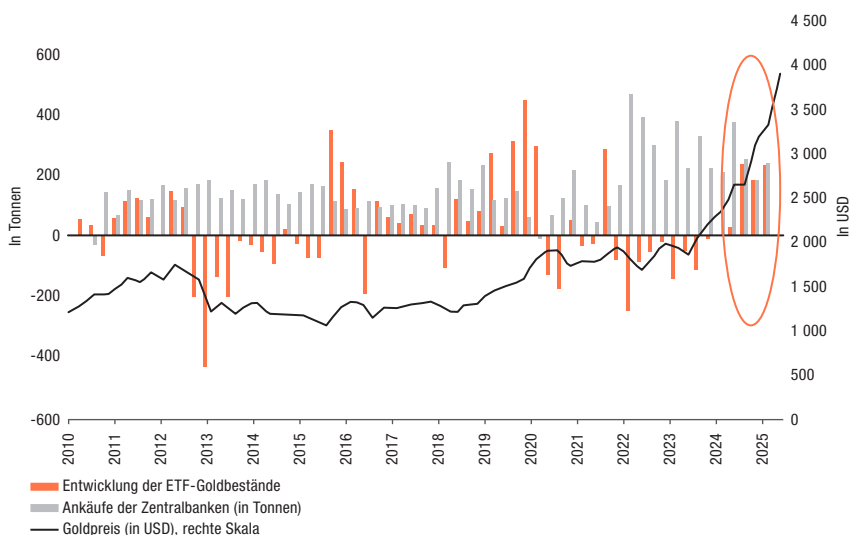
GOLDPREIS



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Gold erlebte 2025 ein spektakuläres Jahr, in dem der Kurs des gelben Metalls um 64 % in US-Dollar und um 45 % in Euro stieg. Im Gegensatz zu den beiden Vorjahren, in denen der Anstieg des Goldpreises größtenteils auf der physischen Nachfrage, d. h. den Käufen der Zentralbanken, beruhte, profitierte das gelbe Metall im vergangenen Jahr auch von einer anhaltenden Rückkehr der finanziellen Nachfrage mit Kapitalzuflüssen in Gold-ETCs seit Sommer 2024. Die Finanznachfrage war zwischen 2022 und Mitte 2024 infolge der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve negativ und nahm erst wieder zu, als die US-Notenbank ihren Kurs änderte. Es ist wichtig anzumerken, dass diese beiden Nachfragequellen relativ unempfindlich gegenüber dem Preis sind, im Gegensatz zur Schmuckindustrie, deren Nachfrage durch den hohen Preis deutlich fiel.

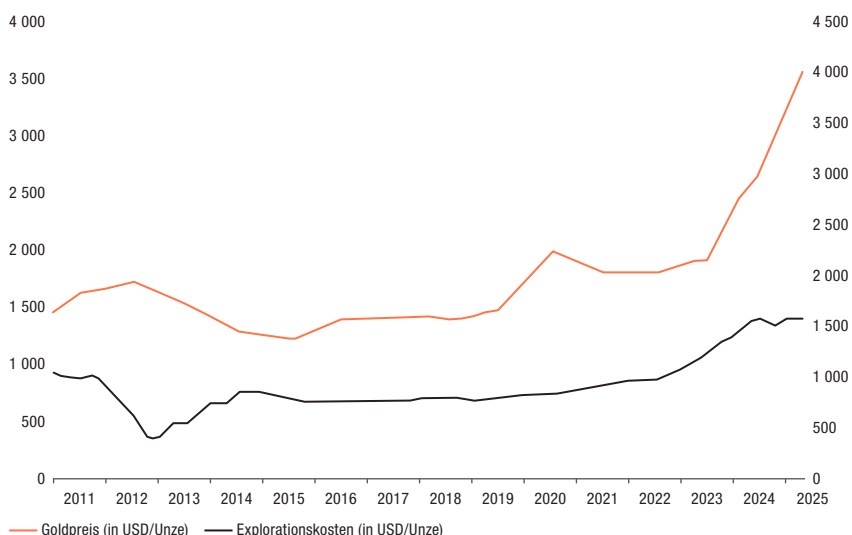
ENTWICKLUNG DER VERSCHIEDENEN NACHFRAGEQUELLEN FÜR GOLD



Quelle: World Gold Council, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

Der Anstieg des Goldpreises war spektakulär, aber das gelbe Metall weist keine spekulativen Übertreibungen auf. Wie zuvor erwähnt, ist die Finanznachfrage erst seit etwa 18 Monaten wieder positiv und bleibt moderat. Und alle Faktoren, die den Anstieg verursacht haben, sind nach wie vor vorhanden oder haben sich sogar verstärkt. Die Nicht-OECD-Länder, die Anfang 2022 vom Einfrieren der russischen Reserven geschockt waren, wollen seither ihre Abhängigkeit vom Dollar verringern und den Anteil von Gold, das kein Gegenparteirisiko birgt, in ihren Reserven erhöhen. Das gelbe Metall wird damit zum Eckpfeiler eines neuen multipolaren Währungssystems. Als solches sollte es nicht mehr als Spekulationsobjekt betrachtet werden, sondern als integraler Bestandteil eines diversifizierten Portfolios.

ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES UND DER EXPLORATIONSKOSTEN



Quelle: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

Zwischen dem Anstieg des Goldpreises und dem Rückgang des Ölpreises steigen die Gewinnmargen der Goldunternehmen dramatisch an. Ihre Umsätze sind trotz des Rückgangs ihrer Produktion stark gestiegen. Die Trägheit des Angebots, die unter anderem auf sehr lange Investitionszyklen, geologische Anforderungen und zurückzuführen ist, stellt ein weiteres positives Element für Gold dar. Die Kapitalallokation der Goldunternehmen bleibt vorsichtig, wie der Rückgang des Verhältnisses von Investitionsausgaben zu Umsatz zeigt. Es ist daher nicht verwunderlich, dass Goldunternehmen, nachdem ihre Kursentwicklung lange Zeit hinter der des Metalls zurückgeblieben war, seit fast zwei Jahren eine Outperformance erzielen. Dennoch ist in diesem Sektor weiterhin Selektivität geboten, insbesondere zu einem Zeitpunkt, an dem viele Unternehmen mit einem allmählichen Rückgang ihrer Reserven und Qualität ihres Goldes konfrontiert sind.

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. **184** – 1. Halbjahr 2026

Perspectives

Redaktionsschluss:
16.01.2026

Autor und Herausgeber:
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 1
info@bli.lu
www.bli.lu